

## 中国远洋 (601919.SH)

## 水上运输行业

评级: 中性 首次评级

公司研究

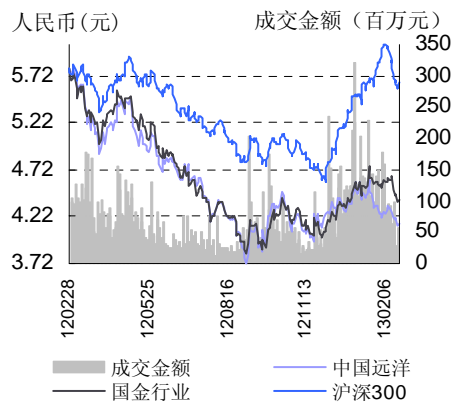
市价(人民币): 4.14元

目标(人民币): 4.40元

长期竞争力评级: 等于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	7,475.95
流通港股(百万股)	2,580.60
总市值(百万元)	422.95
年内股价最高最低(元)	5.79/3.72
沪深300指数	2673.33
上证指数	2365.59



## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.662	-1.023	-0.955	-0.443	0.060
每股净资产(元)	4.67	3.40	2.70	2.13	2.06
每股经营性现金流(元)	1.09	-0.49	-0.27	0.35	0.81
市盈率(倍)	14.20	-4.58	-4.25	-9.17	68.05
行业优化市盈率(倍)	10.74	23.66	87.65	87.65	87.65
净利润增长率(%)	N/A	N/A	-6.61%	-53.62%	N/A
净资产收益率(%)	14.16%	-30.12%	-35.39%	-20.84%	2.90%
总股本(百万股)	10,216.27	10,216.27	10,216.27	10,216.27	10,216.27

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **获益联合涨价, 集运业务改善:** 集运行业具备高集中度特点, 12年主流船公司成功通过联合提价改善盈利, 我们判断13年集运仍将重复上述逻辑。13年1季度运价水平同比增幅明显, 较高的运价基数叠加集运后续预计还将不断提价, 公司集运业务将随之改善。但是, 13年集运7.5%的供给仍快过6%的需求, 特别是欧洲经济的复苏仍相当艰难, 预计全年运价反弹幅度有限, 板块大幅盈利难度较大。
- **散货亏损收窄, 复苏之路艰辛:** 2013年散货供给增速大幅放缓, 但低迷的全球经济和中国铁矿石温和进口压抑了市场需求, 13年供需差缩小至1%未能刺激行业出现拐点, 产能去化速度将较为漫长。由于中国远洋租赁运力平均成本较高, 散货业务扭亏将滞后于行业。考虑到2012年运价基数较低, 我们认为2013年BDI和散货运价同比小幅改善, 叠加公司若干艘高租金船舶退租, 公司散货板块亏损有所收窄, 但仍是巨亏。
- **其它板块难以扭转业绩:** 公司码头、集装箱租赁以及物流板块毛利水平较高, 预计2013年利润仍将保持较快增长, 但上述板块权重偏低, 仅能一定程度抵消散货的亏损, 2013年公司业务整体亏损是大概率事件。
- **难堪重负, 或剥离散货:** 若2013年再度亏损, 中国远洋作为集团下属最大上市平台将会被上交所暂停上市; 此外, 日益增高的负债和高昂的财务融资成本都会使得公司难以支撑长期为负的现金流。考虑到中国远洋是集团最大的上市公司平台, 我们判断公司不排除将通过特殊手段整体剥离散货业务, 谋取长期健康的发展。

## 投资建议

- 剔除上市公司剥离散货业务的因素, 预计公司2012-2014年净利润分别为-97.6、-45.3和6.1亿, 对应EPS分别为-0.96、-0.44和0.06元, 给予“中性”评级。

姜明

联系人  
(8621)61038319  
jiangming@gjzq.com.cn

黄金香

分析师 SAC 执业编号: S1130511030022  
(8621)61038325  
huangjx@gjzq.com.cn

## 风险

- 全球经济恶化、集运涨价遭遇失败、油价大幅上扬

## 内容目录

公司概况 .....	5
航运业务占比高 .....	5
弹性取决于集运、散货业务 .....	5
散货：产能去化漫长，预计持续亏损 .....	7
供给增速大幅放缓 .....	7
需求增速平缓 .....	9
13年 BDI 见底，产能去化漫长 .....	13
高位扩张的恶果：公司滞后于行业扭亏 .....	13
集装箱：重复涨价逻辑，盈利持续改善 .....	16
短期基本面依然严峻 .....	16
弱市涨价存瓶颈，集运有改善无反转 .....	17
其它板块 .....	21
码头、物流业务稳步增长 .....	21
核心假设及预测数据 .....	22
估值和投资建议 .....	24
经营面难以乐观，散货业务或被剥离 .....	24
投资建议 .....	24
附录：三张报表预测摘要 .....	25

## 图表目录

图表 1：公司 1H2012 各板块业务收入比重 .....	5
图表 2：公司 2007 年各板块收入比重 .....	5
图表 3：2007&2011&1H2012 主营板块毛利 .....	5
图表 4：2006-2011 年公司各板块毛利率 .....	5
图表 5：2004-2011 年公司集运板块毛利（百万元） .....	6
图表 6：2004-2011 年公司散货板块毛利（百万元） .....	6
图表 7：2006-2011 年公司码头板块毛利（百万元） .....	6
图表 8：2006-2011 年集装箱租赁业务毛利（百万元） .....	6
图表 9：2006-2011 年公司物流板块毛利（百万元） .....	6
图表 10：2011 年底公司经营类资产比重（H 股口径） .....	6
图表 11：1990-2011 散货市场供需增速 .....	7
图表 12：BDI 指数历史走势 .....	7
图表 13：2006-2012 年干散货逐月订单量 .....	7
图表 14：2011-2012 年干散货新船交付（百万吨） .....	7
图表 15：2006-2012 年干散货逐月拆解量 .....	8

图表 16: 2000-2012 年全球干散货船队运力 (百万吨)	8
图表 17: 2008-2014E 各船型交付率 (%)	8
图表 18: 船舶拆解价值占比呈现明显提升的态势	8
图表 19: 2008-2014E 干散货新船交付量 (百万吨)	8
图表 20: 2008-2014E 干散货拆解量 (百万吨)	8
图表 21: 2005-2014E 干散货运力供给预测	9
图表 22: 干散货主要货类份额	9
图表 23: 1989-2012 年全球 GDP 和干散货需求增速	9
图表 24: 2001-2012 中国粗钢产量增速	10
图表 25: 1992-2012 年中国铁矿石进口量&增速	10
图表 26: 世界主要经济体粗钢产量增速	10
图表 27: 2012 年 1-10 月主要经济体粗钢产量占比	10
图表 28: 1990-2011 年主要煤炭消费国需求增速	10
图表 29: 世界主要煤炭消费国权重	10
图表 30: 中国煤炭进口量 (百万吨) 及增速	11
图表 31: 印度煤炭进口量(百万吨)及增速	11
图表 32: 2012 年中国粗钢产量预测	11
图表 33: 1992-2011 中国铁矿石需求量和进口依存度	11
图表 34: 1992-2013E 中国铁矿石进口量 (百万吨)	11
图表 35: 2001-2013E 全球铁矿石海运量 (百万吨)	11
图表 36: 2003-2012 煤炭离岸价走势 (USD/TON)	12
图表 37: 2004-2013E 中国煤炭进口量 (百万吨)	12
图表 38: 2009-2013E 印度煤炭进口量 (百万吨)	12
图表 39: 2001-2013E 全球煤炭海运量 (百万吨)	12
图表 40: 2005-2014E 全球散货运输需求 (分货类)	12
图表 41: 1990-2014E 干散货供需增速	13
图表 42: 1995-2014E 散货供需差和 BDI 走势	13
图表 43: 2003-2012 运量运力比值和 BDI 年均值走势	13
图表 44: 公司日租金 TCE 和 BDI 呈正相关	14
图表 45: 2009-1H2012 公司散货经营利润	14
图表 46: 2Q2007-2014E 公司自有船队情况	14
图表 47: 2Q2007-2014E 公司租赁船队情况	14
图表 48: 2008-2012 公司租赁运力和船舶租金	15
图表 49: 2004-2014E 散货毛利额和毛利率	15
图表 50: 截止 11 月 30 日现有集装箱运力结构	16
图表 51: 2013 年预计交付集装箱运力结构	16
图表 52: 截止 2012 年 11 月全球 VLCS(7500TEU+)分布情况	16
图表 53: 2010-2014E 集运供给 & 需求	17
图表 54: 2012 年欧线市场份额	17

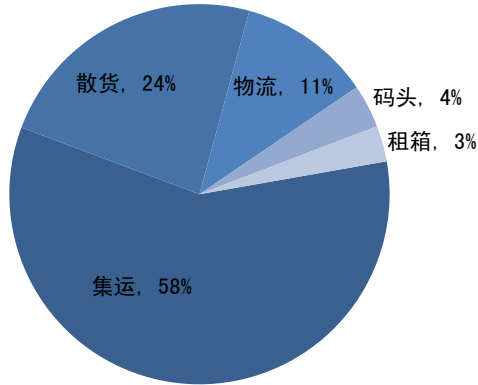
图表 55: 2012 年跨太平洋航线市场份额 .....	17
图表 56: 2012 年 1-3 季部分公司经营业绩 (百万美元) .....	18
图表 57: 船公司净债务/权益比重 .....	18
图表 58: SCFI 欧洲线运价 USD/TEU .....	18
图表 59: SCFI 地中海线运价 USD/TEU .....	18
图表 60: SCFI 美西线运价 USD/FEU .....	19
图表 61: SCFI 美东线运价 USD/FEU .....	19
图表 62: 公司 1H2012 航线收入比重 .....	19
图表 63: 公司 1H2012 航线箱量比重 .....	19
图表 64: 2007-2015E 公司集装箱运力情况 (TEU) .....	20
图表 65: 2003-2014E 公司集运毛利额和毛利率 .....	20
图表 66: 2006-2014E 公司物流板块毛利和毛利率 .....	21
图表 67: 2006-2014E 公司码头板块毛利和毛利率 .....	21
图表 68: 集运和干散货业务核心假设 .....	22
图表 69: 公司各板块收入及毛利预测 .....	23
图表 70: 2006-2014E 公司资产负债率 .....	24
图表 71: 2007-2014E 公司业务板块毛利 (百万元) .....	24
图表 72: A 股航运公司的历史估值 PB(X) .....	24
图表 73: A 股航运公司的 3 月 27 日估值 PB(X) .....	24

## 公司概况

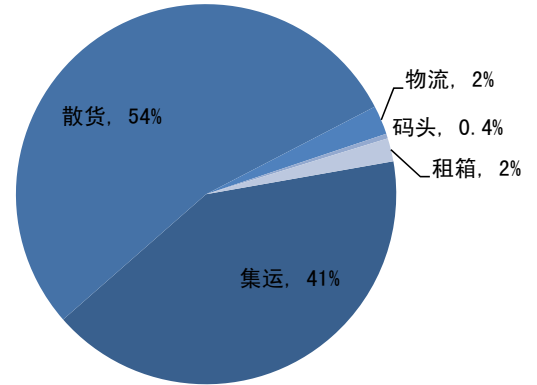
### 航运业务占比高

- 公司主营分为集运、散货、物流、码头及租箱五大板块，其中集运、散货权重较高，1H2012 分别占公司收入的 58%和 24%，对比 2007 年航运特别是干散货高点，散货收入比重已大幅下滑 30 个点。

图表1: 公司 1H2012 各板块业务收入比重



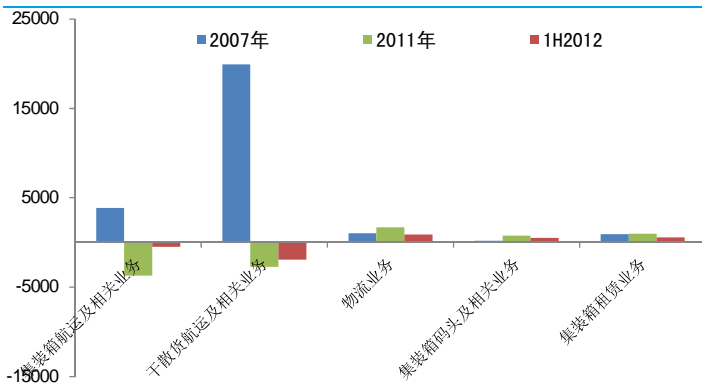
图表2: 公司 2007 年各板块收入比重



来源: 国金证券研究所, 公司年报

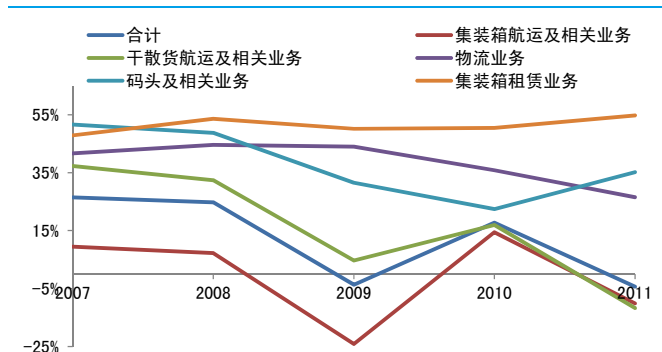
- 从业务结构看，集装箱和散货受航运周期冲击较大，波动性明显高于物流、码头、租箱业务。2007 年航运景气度高点时期，散货和集装箱业务贡献毛利分别为 19.9 和 3.9 亿，占毛利比重的 77%和 15%，1H2012 散货、集运分别亏损-19.2 和-4.8 亿，是公司最终亏损的主要原因。

图表3: 2007&2011&1H2012 主营板块毛利



来源: 国金证券研究所, 公司年报

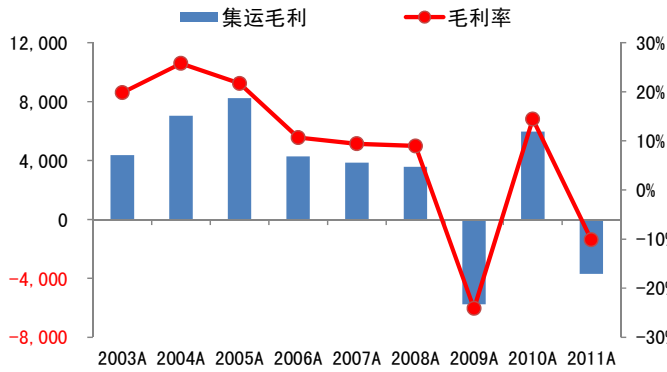
图表4: 2006-2011 年公司各板块毛利率



### 弹性取决于集运、散货业务

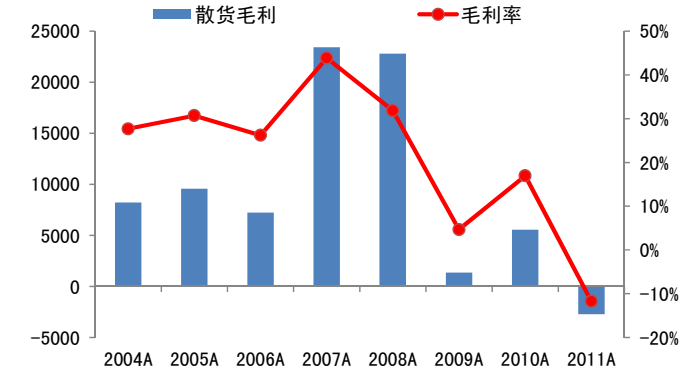
- 公司物流、码头、租箱业务保持稳定增长，毛利水平也远优于航运低谷中的散货、集运业务，但因权重较低的关系，短期内尚难以对公司业绩构成决定性影响。
- 2011 年物流、码头和租箱业务毛利分别为 27%、35%和 55%，集运和散货的毛利率为-10%和-12%。盈利板块的毛利合计约为 34.5 亿，未能抵消集运板块 37 亿的亏损。1H2012 物流、码头、租箱合计毛利约 19.8 亿，而集运和散货再度亏损-4.7 和-19.2 亿。

图表5: 2004-2011 年公司集运板块毛利 (百万元)



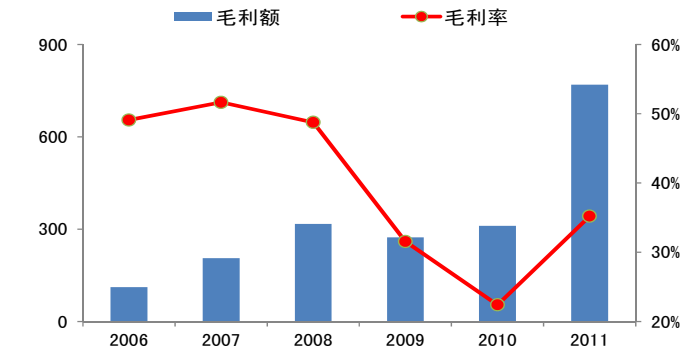
来源: 国金证券研究所, 公司年报

图表6: 2004-2011 年公司散货板块毛利 (百万元)



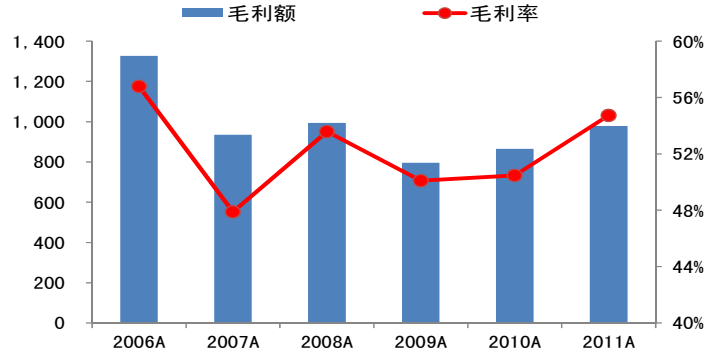
- 公司目前经营性资产中大约有 56% 的比重为集装箱、干散货船舶, 而码头、集装箱租赁业务一定程度上亦取决于航运表现, 因此公司业绩整体手航运周期影响较大。

图表7: 2006-2011 年公司码头板块毛利 (百万元)

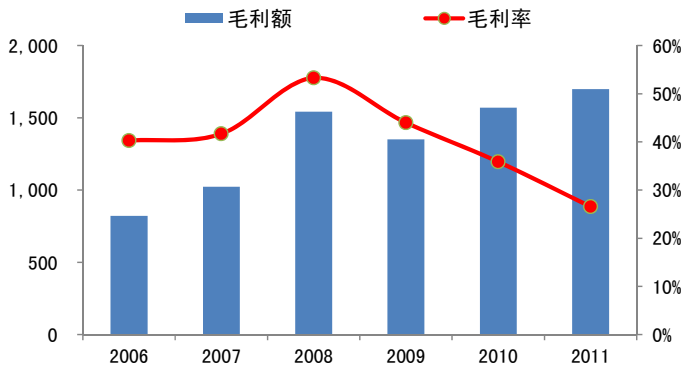


来源: 国金证券研究所, 公司年报

图表8: 2006-2011 年集装箱租赁业务毛利 (百万元)

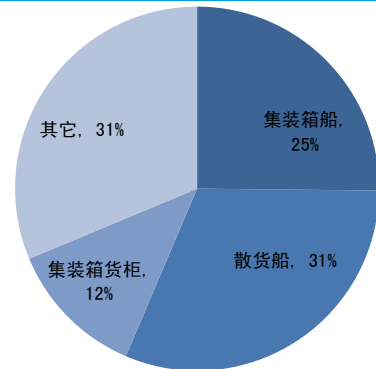


图表9: 2006-2011 年公司物流板块毛利 (百万元)



来源: 国金证券研究所, 公司年报

图表10: 2011 年底公司经营类资产比重 (H 股口径)

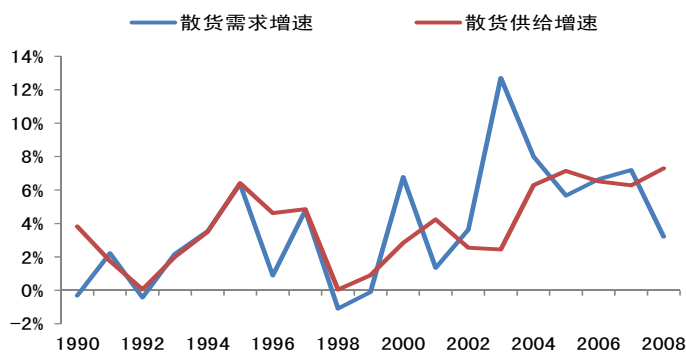


## 散货：产能去化漫长，预计持续亏损

### 供给增速大幅放缓

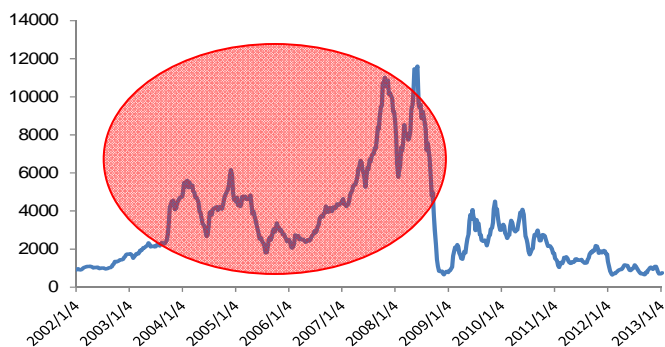
- CLARKSON 数据显示 2010-2012 年全球干散货新船交付 994、1189、1185 艘，约合 8025、9849 和 9782 万载重吨，三年的老旧船舶拆解量分别为 140、397、557 艘，约合 636、2324 和 3285 万载重吨。综合来看，2010-2012 年干散货运力增速仍分别达到 **16.4%、14.9%和 11%**；
- 近年来干散货船舶的交付高峰源于 2006-1H2008 行业对于市场的过度乐观。因中国经济的快速增长及其对大宗原材料的需求上升，散货从 04 年逐步复苏，CLARKSON 数据显示 04-07 年间的需求增速平均为 6.6%，供给增速则为 6.3%，BDI 逐年上升，2007-1H2008 市场旺盛的需求叠加澳洲、南美等铁矿石装货港的拥堵，运力短缺凸显，再加上投机者涌入行业热炒 BDI 和船舶，BDI 于 2008 年 6 月达历史新高 11600 点，较 2004 年上扬了 144%。

图表11：1990-2011 散货市场供需增速



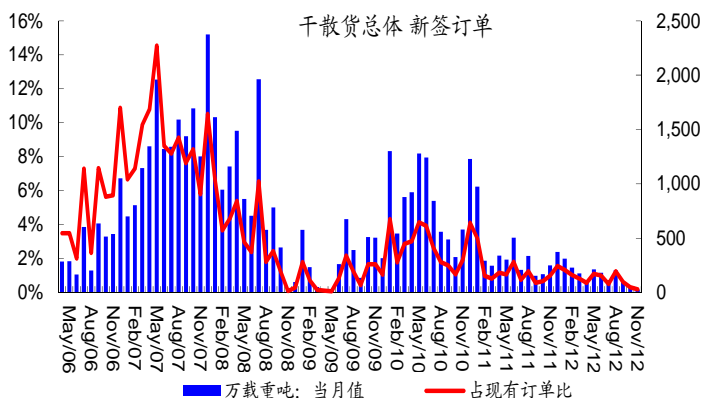
来源：国金证券研究所，CLARKSON

图表12：BDI 指数历史走势



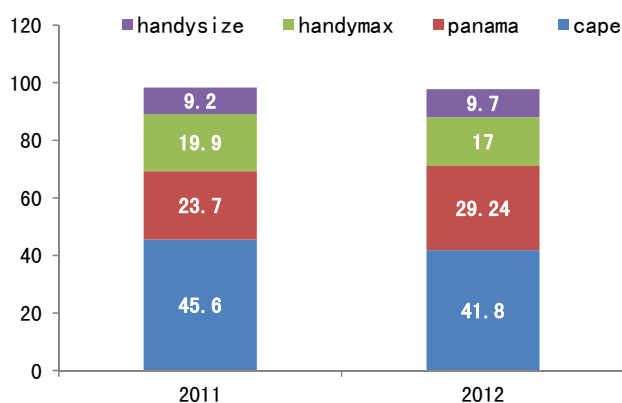
- 07-1H08 年海岬型船现货日租金一度被炒至 30 万美金，若按当时 1 亿美元造价测算，即使日租金收益在 10 万美金/天，海岬船的投入在 4-5 年内就可以收回，极高的投资回报率吸引大量订单，这部分订单本应在 09-10 年开始交付，但 2H08-2009 的金融危机迫使部分船东推迟订单至 2010-2011 年交付，叠加部分船东在 2010 年市场小幅反弹后追加订单，最终形成行业 10-12 年的交付高峰。

图表13：2006-2012 年干散货逐月订单量

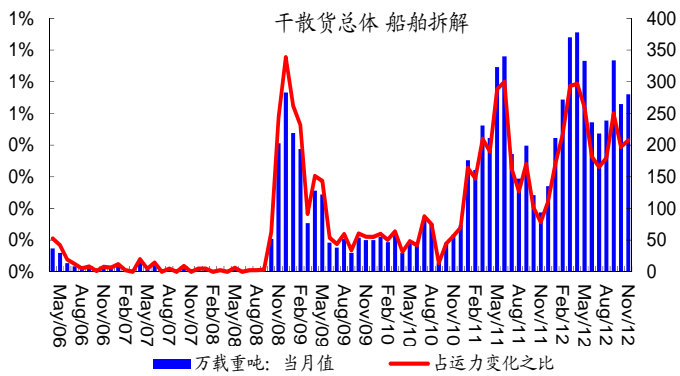


来源：国金证券研究所，CLARKSON

图表14：2011-2012 年干散货新船交付（百万吨）

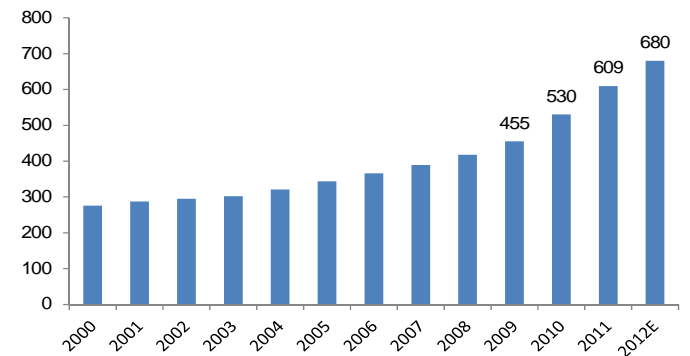


图表15: 2006-2012 年干散货逐月拆解量



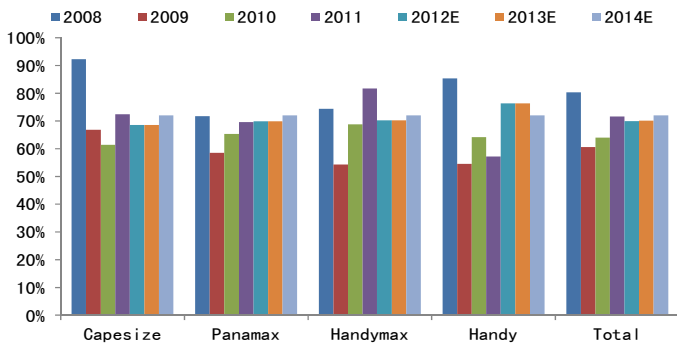
来源: 国金证券研究所, CLARKSON

图表16: 2000-2012 年全球干散货船队运力 (百万吨)



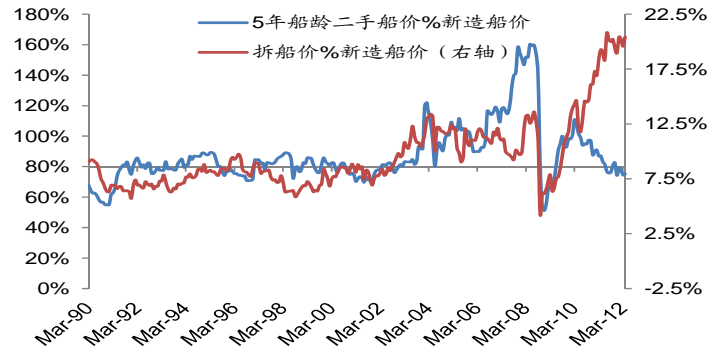
- 未来交付大幅放缓: 我们对于未来运力的测算基于如下几条原则, 1) 各船型新船交付量=订单交付量\*交付率, 我们认为 2013 年交付率总体同去年持平, 接近 70%; 2) 行业低谷中二手船价同拆解残值日益收窄, 二手船的拆解年限被提前, 拆解吨位将保持高位水平。通过各船型船龄分析, 我们倾向于 2013-2014 年的拆解量在 3100 和 2700 万吨, 2013-2014 年运力增速分别为 6%和 2%;

图表17: 2008-2014E 各船型交付率 (%)

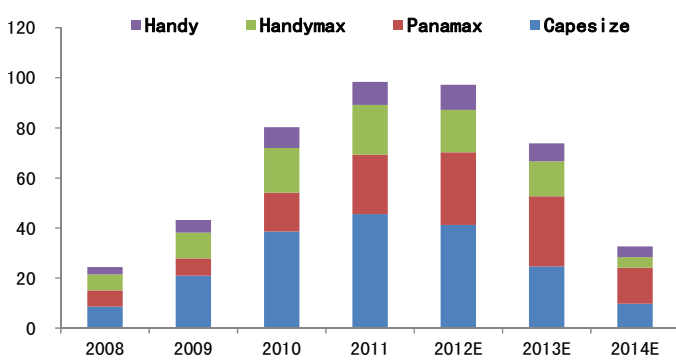


来源: 国金证券研究所, CLARKSON

图表18: 船舶拆解价值占比呈现明显提升的态势

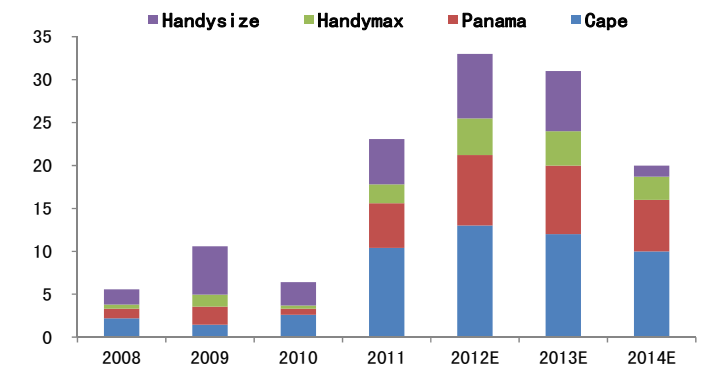


图表19: 2008-2014E 干散货新船交付量 (百万吨)



来源: 国金证券研究所, CLARKSON

图表20: 2008-2014E 干散货拆解量 (百万吨)





图表21: 2005-2014E 干散货运力供给预测

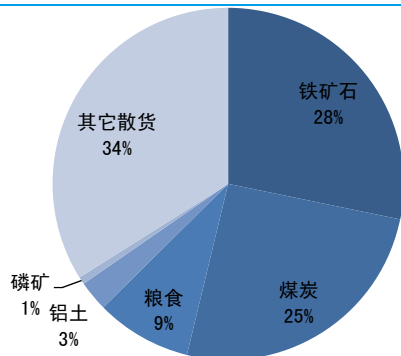
船型(百万吨)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Cape	111.2	120.4	130.1	143	167.7	206.1	245.4	278	290	290
增速%	8.9%	8.3%	8.1%	9.9%	17.3%	22.9%	19.1%	13.2%	5%	0%
Panama	93.3	101.1	107.6	114.6	120.7	135	153.9	175	195	203
增速%	8.6%	8.4%	6.4%	6.5%	5.3%	11.8%	14.0%	13.7%	11%	4%
Handymax	66.4	71.4	76.5	82.7	91.5	108	126	139	149	151
增速%	9.0%	7.5%	7.1%	8.1%	10.6%	18.0%	16.4%	10.8%	7.2%	1.0%
Handysize	72.9	73.3	75	77.3	75.5	81	84	86	86	89
增速%	1.3%	0.5%	2.3%	3.1%	-2.3%	7.5%	3.6%	1.7%	0%	4%
<b>TOTAL</b>	<b>344</b>	<b>366</b>	<b>389</b>	<b>418</b>	<b>455</b>	<b>530</b>	<b>609</b>	<b>678</b>	<b>721</b>	<b>733</b>
<b>%</b>	<b>7.1%</b>	<b>6.5%</b>	<b>6.3%</b>	<b>7.3%</b>	<b>9.1%</b>	<b>16.4%</b>	<b>14.9%</b>	<b>11%</b>	<b>6%</b>	<b>2%</b>

来源: 国金证券研究所, CLARKSON

需求增速平缓

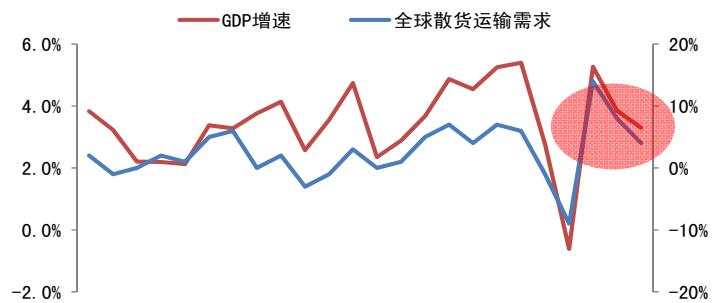
- **2010-2012 需求逐年放缓:** 干散货主要承运大宗物资, 铁矿石、煤炭和粮食是排名前三的货类, 2011 年上述三种货类分别占全球散货运量的 28%、25%和 9%。而大宗物资的运输需求又和全球经济息息相关, 对比分析 1989-2012 年全球干散货运输需求和全球 GDP 增速, 相关程度极高。2010 年之后全球经济呈下行趋势, 发达国家 GDP 主要体现在主权债务危机后的财政和金融体系的整顿所带来的高失业率和经济低增长, 而新兴经济体也因外围需求疲软表现出增速放缓, IMF 数据显示 2010-2012 年 GDP 增速分别为 5.3%、3.9%和 3.3% (预测), 同期 CLARKSON 显示全球干散货运输需求增速明显放缓, 分别为 13%、6%和 5%。

图表22: 干散货主要货类份额



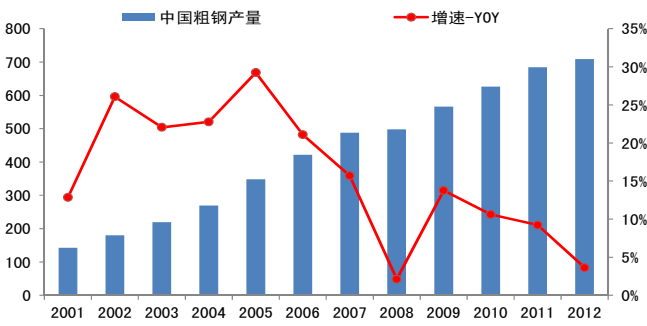
来源: 国金证券研究所, CLARKSON

图表23: 1989-2012 年全球 GDP 和干散货需求增速



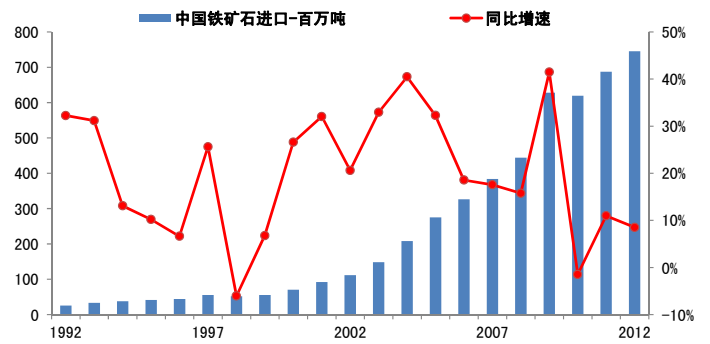
- **铁矿石增速下滑:** 中国铁矿石进口量约占全球铁矿石贸易的 60%, 2012 年国内下游需求疲软导致粗钢产量下滑, 2012 我国粗钢产量累积为 7.09 亿吨同比增速 3.6%, 较 2011 年 9%的增速大幅回落。同期我国铁矿石进口总量约为 7.46 亿吨, 同比增速 9%, 同比亦下滑 2 个点, 由于日本和欧盟等成熟经济体铁矿石进口增速相对有限, 中国铁矿石需求增速下滑给全球干散货市场带来利空。

图表24: 2001-2012 中国粗钢产量增速

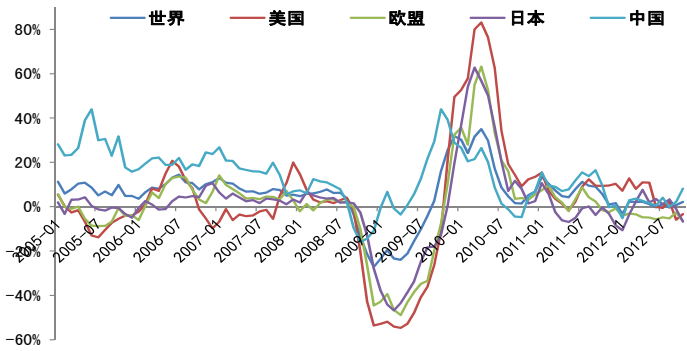


来源: 国金证券研究所, 同花顺

图表25: 1992-2012 年中国铁矿石进口量&增速

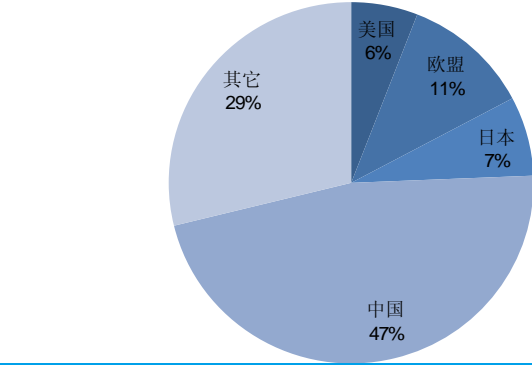


图表26: 世界主要经济体粗钢产量增速



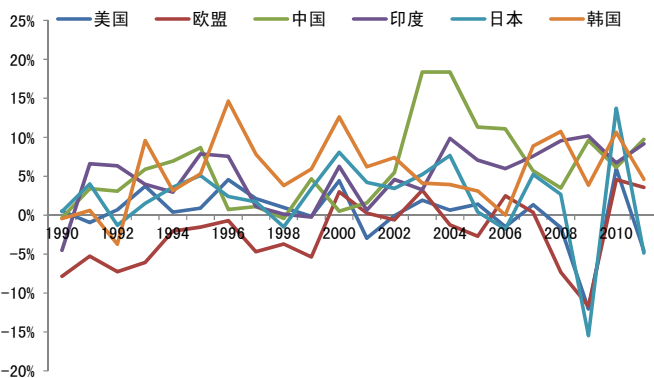
来源: 国金证券研究所, BLOOMBERG, 同花顺

图表27: 2012 年 1-10 月主要经济体粗钢产量占比



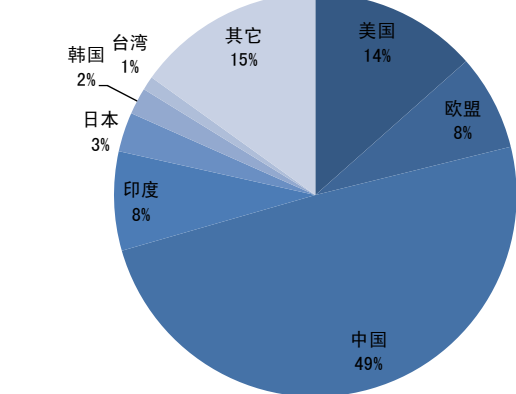
- 煤炭运输略有上升, 拉动海运效应有限:** 全球煤炭消费的格局正在发生变化, 发达国家由于经济疲软、能源产业升级等因素对煤炭的需求增速不断下降甚至呈负增长。而印度、中国、韩国等亚洲经济体对于煤炭能源的需求仍保持较快增速。2011 年中国、印度煤炭进口增速分别为 12% 和 7.6%。2012 年受中国政府整顿煤炭业、国内外煤价倒挂等因素影响我国进口煤炭量达到 2.4 亿吨, 增速达 30%。印度煤炭进口量预计为 1.34 亿吨, 进口增速亦达到 14%。发达国家和发展中国家煤炭需求的此消彼长, 加之印尼、澳洲等主要产煤国距印度、中国运距较短, 煤炭对散货市场的拉动能力远不如铁矿石。

图表28: 1990-2011 年主要煤炭消费国需求增速

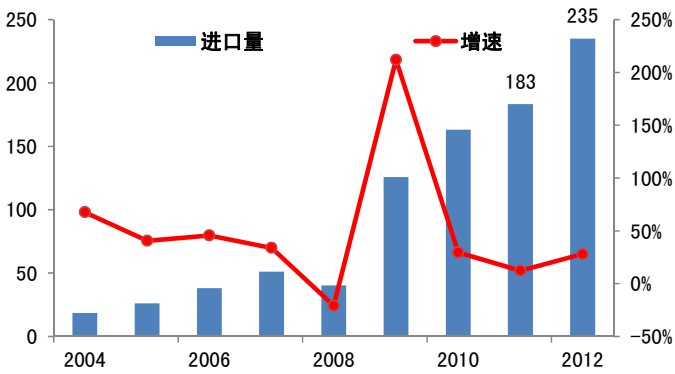


来源: 国金证券研究所, 同花顺

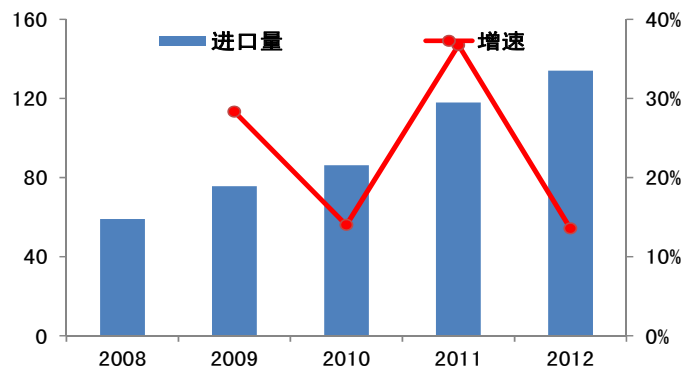
图表29: 世界主要煤炭消费国权重



图表30: 中国煤炭进口量(百万吨)及增速



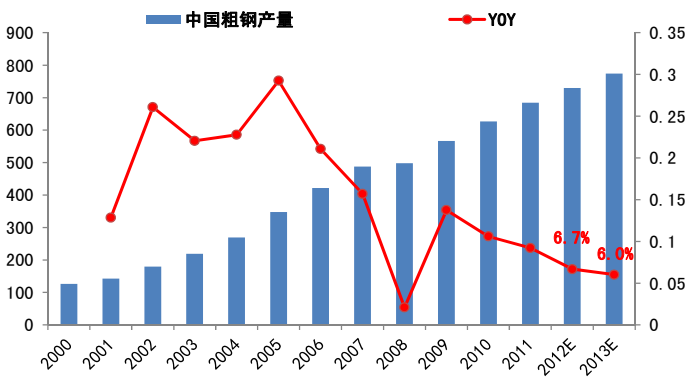
图表31: 印度煤炭进口量(百万吨)及增速



来源: 国金证券研究所, 同花顺

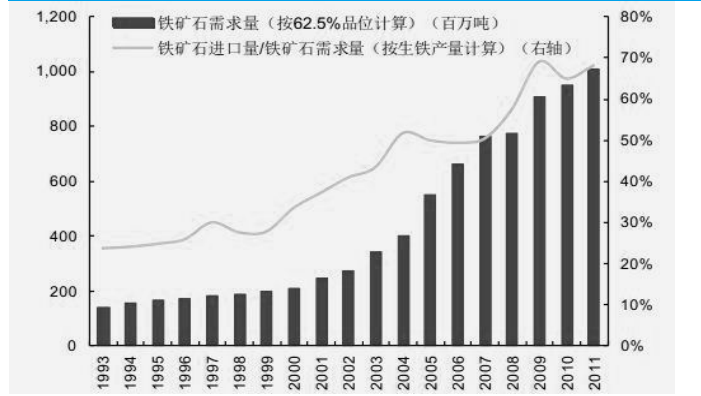
- **2013 散货需求呈弱复苏态势:** 我们对 13 年散货需求的判断建立在如下宏观假设: 1) 欧洲财政收缩对经济增长的冲击将小于 2012 年, 欧元区呈弱复苏; 2) 美国的经济保持若复苏态势; 3) 中国一宏观经济运行“稳中求平衡”, 预计 GDP 增长 8%。假设下预计 2013 年全球干散货海运需求约为 41.4 亿吨, 增速将达到 4.9%, 较 12 年上升 0.2 个百分点;
- **中国铁矿石进口增速保持平稳:** 我们判断 13 年固定资产投资增速接近 20%, 粗钢产量约为 7.44 亿吨, 铁矿石进口增速仍能保持 8% 的水平, 总量接近 8 亿吨, 在中国铁矿石需求增速放缓、欧美矿石需求依旧疲软的前提下, 我们判断明年铁矿石海运需求总量增速将从今年的 5.9% 放缓至 5.7%, 总量接近 11.8 亿吨。

图表32: 2012 年中国粗钢产量预测

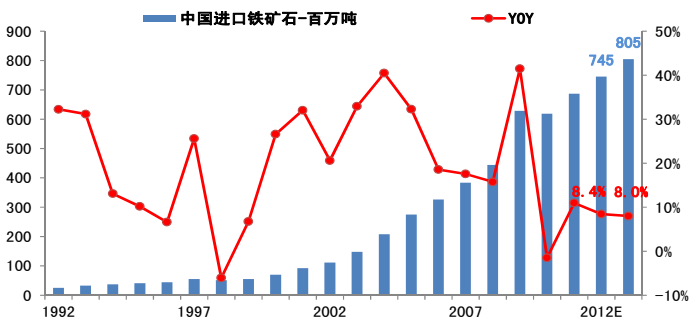


来源: 国金证券研究所, 同花顺

图表33: 1992-2011 中国铁矿石需求量和进口依存度

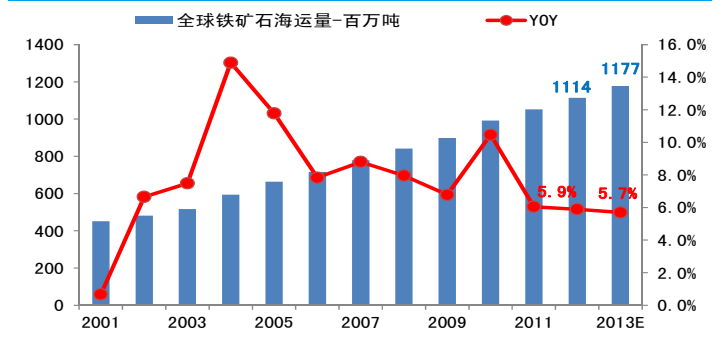


图表34: 1992-2013E 中国铁矿石进口量(百万吨)



来源: 国金证券研究所, 同花顺, CLARKSON

图表35: 2001-2013E 全球铁矿石海运量(百万吨)



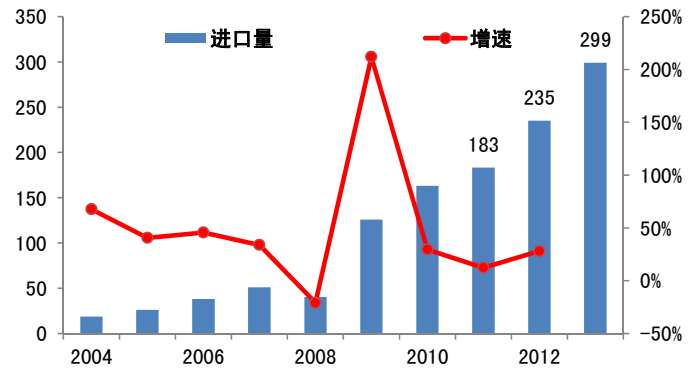
- **煤炭进口增幅放缓**：2013 年全球经济仍处于弱复苏状态，国内外煤炭价格预计仍保持低位，价差缩小概率不大，我们判断中国煤炭进口量仍将保持 25% 左右的增长，进口总量接近 3 亿吨。印度在钢铁、电力缺口严重的情况下加大对动力煤、焦煤的进口是大概率事件。印度官方预计：2012 年印度进口煤炭约 1.34 亿吨，同比增速达到 14%，13 年的进口量预计为 1.6 亿吨，增速接近 19%。**煤炭海运量接近 10.8 亿吨，达到 7%。**

图表36: 2003-2012 煤炭离岸价走势 (USD/TON)

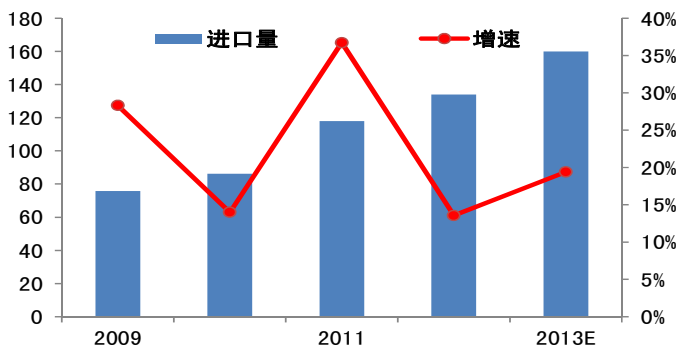


来源：国金证券研究所，CLARKSON，同花顺

图表37: 2004-2013E 中国煤炭进口量 (百万吨)

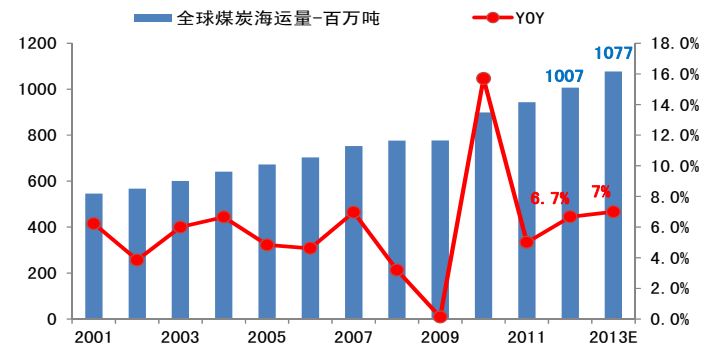


图表38: 2009-2013E 印度煤炭进口量 (百万吨)



来源：国金证券研究所，CLARKSON,同花顺

图表39: 2001-2013E 全球煤炭海运量 (百万吨)



图表40: 2005-2014E 全球散货运输需求 (分货类)

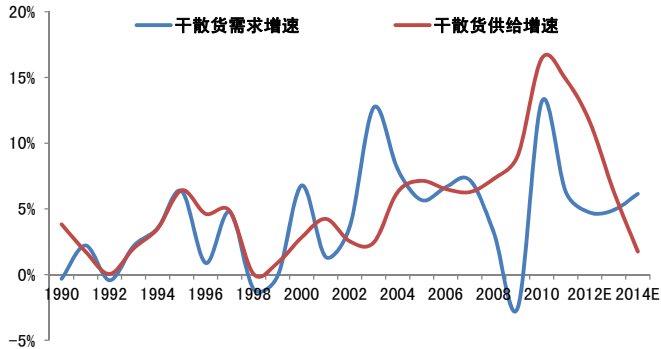
货类 (百万吨)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
铁矿石	664	716	779	841	898	992	1052	1114	1177	1260
增速%	11.8%	7.8%	8.8%	8.0%	6.8%	10.5%	6.0%	5.9%	5.7%	7.0%
煤炭	672	703	752	776	777	899	944	1007	1077	1131
增速%	4.8%	4.6%	7.0%	3.2%	0.1%	15.7%	5.0%	6.7%	7%	5%
粮食	274	292	304	323	318	342	347	348	350	361
增速%	0.7%	6.6%	4.1%	6.3%	-1.5%	7.5%	1.5%	0.3%	0.7%	3.0%
其它	1112	1192	1277	1272	1138	1310	1423	1475	1533	1640
增速%	4.0%	7.2%	7.1%	-0.4%	-10.5%	15.1%	8.6%	3.7%	4%	7%
<b>全部散货</b>	<b>2722</b>	<b>2903</b>	<b>3112</b>	<b>3212</b>	<b>3131</b>	<b>3543</b>	<b>3766</b>	<b>3944</b>	<b>4138</b>	<b>4392</b>
<b>增速%</b>	<b>5.7%</b>	<b>6.6%</b>	<b>7.2%</b>	<b>3.2%</b>	<b>-2.5%</b>	<b>13.2%</b>	<b>6.3%</b>	<b>4.7%</b>	<b>4.9%</b>	<b>6.1%</b>

来源：国金证券研究所，CLARKSON

### 13 年 BDI 见底，产能去化漫长

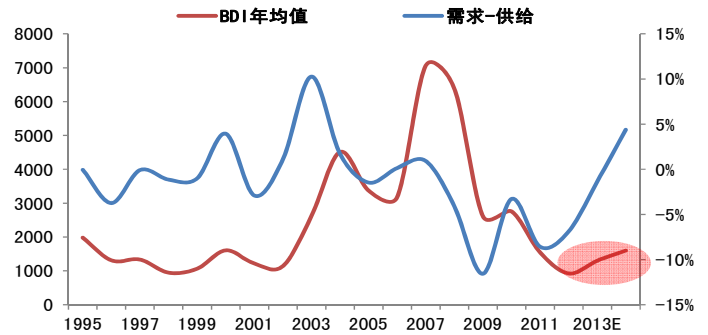
- 预计伴随 2013 年下半年供需差（供给增速-需求增速）逐步改善，行业逐步从底部向上爬升，但考虑到干散货庞大的过剩船队，产能消化、运价恢复的速度和力度都将弱于 2001-2008 年的这波趋势，过程也更为曲折。我们判断 2013 年干散货 BDI 指数仍将在低位徘徊，预计在 700-1400 点之间，行业仍将处于亏损之中，而 14 年需求增速逐步超越产能投放后，我们才有能力看到这个行业再次回到盈亏平衡点之上。

图表41: 1990-2014E 干散货供需增速



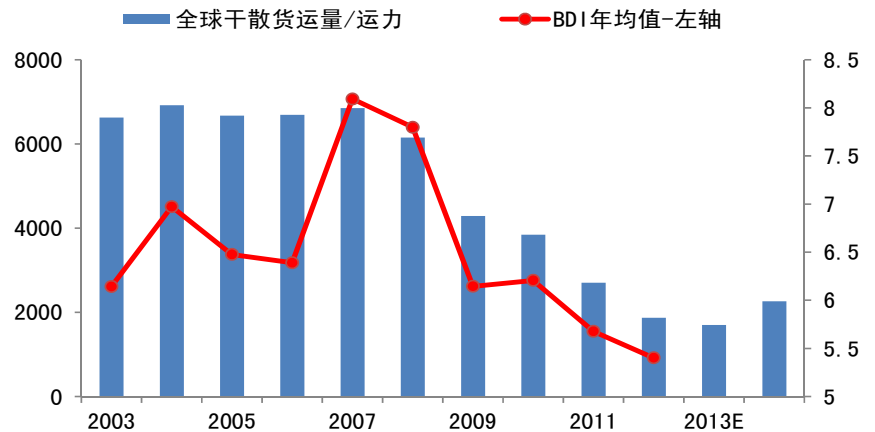
来源: 国金证券研究所, CLARKSON

图表42: 1995-2014E 散货供需差和 BDI 走势



- 根据 CLARKSON 公布的 2003-2012 数据，我们发现当全球干散货运量是运力 6.5 倍时，BDI 有望维持在 2000 点左右，而根据我们之前对 2013-2014 年的供需预测值来看，这个比值分别为 5.74、5.99，对比 2012 年的 5.82 并无大幅改善，一定程度上也能说明本轮干散货复苏的进程将相对缓慢。

图表43: 2003-2012 运量运力比值和 BDI 年均值走势

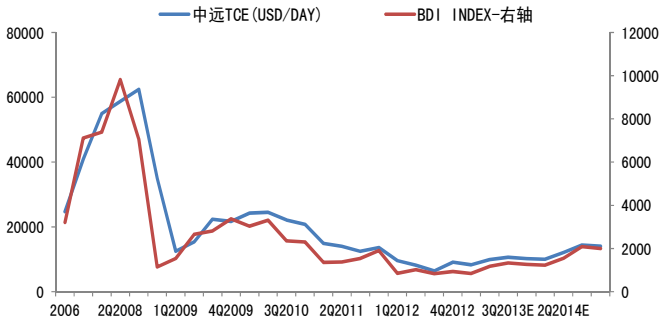


来源: 国金证券研究所

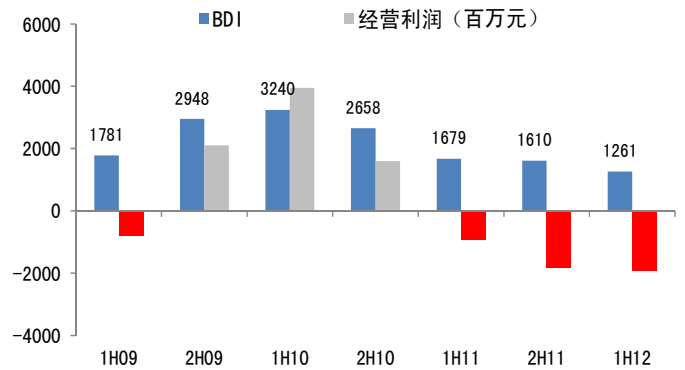
### 高位扩张的恶果：公司滞后于行业扭亏

- 从历史来看，中远干散货板块平均 TCE 同 BDI 有密切正相关，根据以上我们对 2013 年 BDI 在 700-1400 点的假设，并考虑到行业在下半年的供需逐步改善，我们推测 2013 年中国远洋平均 TCE 在 9000-10000 美金/天，较 2012 年改善 15%，随着行业供需面 2014 年持续改善，公司平均 TCE 有望提升 29%至 12500-14000 美金/天。

图表44: 公司日租金 TCE 和 BDI 呈正相关



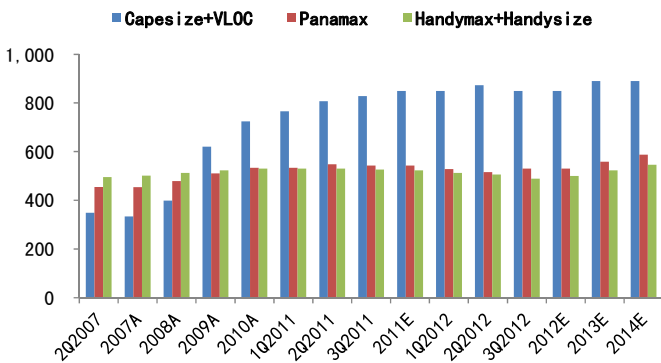
图表45: 2009-1H2012 公司散货经营利润



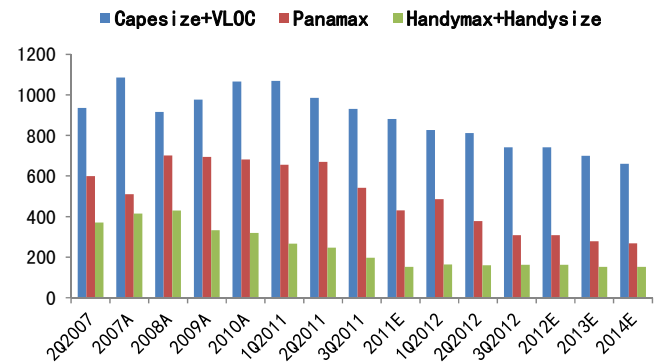
来源: 国金证券研究所

- 从 09 年数据看, 全年平均 TCE 接近 20000 美金/天时 (对应 BDI 约为 2200-2300 点), 散货毛利才有望扭亏。但随着公司船队的去杠杆化, 我们认为 2014 年之后公司的盈亏平衡点 TCE 会下降至 17000-18000 美金/天, 对应 BDI 约为 2000 点附近, 而从历史船价推算, 行业平均盈亏平衡点对应的 BDI 约为 1600-1800 点。
- 公司散货船队发展明显放缓, 其中自有船总体稳定, 在手订单为 2 艘 VLOC、5 艘巴拿马、8 艘灵便船, 运力合计 144 万吨, 约占现有船队 4.7%, 远低于行业 20% 的订单水平。我们判断 13-14 年自有船队的扩张仅限于上述订单。租入船舶方面, 公司一直在降低杠杆, 截止 2012 年底公司租赁运力约 1212 万载重吨, 较 2010 年最高峰 2067 万载重吨缩减了 41%, 我们判断 2013-2014 年公司将继续减少租赁船舶数量, 随着公司租约不断更显, 特别是 2006-1H2008 高位租金船舶陆续到期, 2014 年散货船队盈亏平衡点租金有望下探至 17000-18000 美金/天, 对应的 BDI 点位约为 2000 点左右。
- 鉴于上述推论, 我们认为 2013-2014 公司散货板块继续亏损, 模型假设下干散货板块的毛利亏损额分别达到 34、16 个亿。

图表46: 2Q2007-2014E 公司自有船队情况

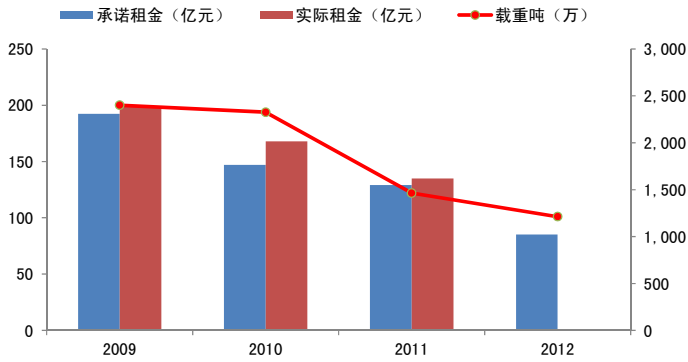


图表47: 2Q2007-2014E 公司租赁船队情况



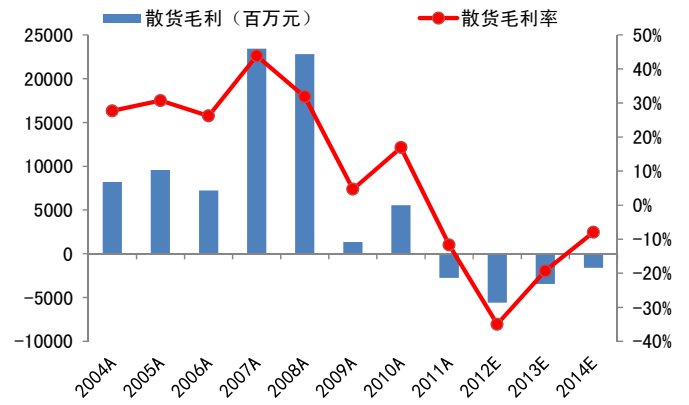
来源: 国金证券研究所, 公司年报

图表48: 2008-2012 公司租赁运力和船舶租金



来源: 国金证券研究所

图表49: 2004-2014E 散货毛利额和毛利率



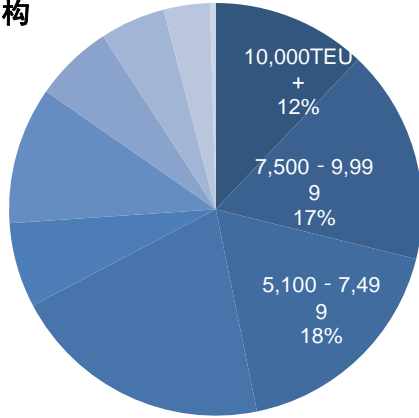
## 集装箱：重复涨价逻辑，盈利持续改善

### 短期基本面依然严峻

- 2013 年集运的供需面仍不容乐观，集装箱新船订单运力约 177 万 TEU，结合延迟交付、弃船等因素，我们估计实际交付量约 160 万标箱，再剔除旧船拆解的干扰，实际运力增速约 7.5%，是近年来供给最高的一年，其中 ULCS(10000TEU+)船舶交付量占比超过 55%，欧美航线交付压力较重。

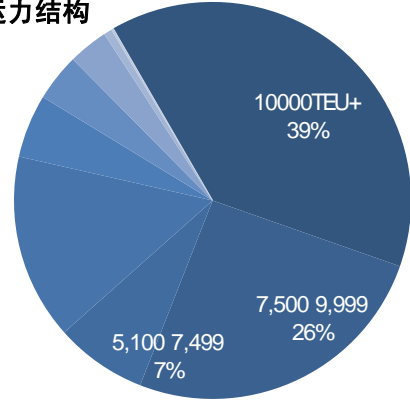
图表50：截止 11 月 30 日现有集装箱运力结构

现有运力结构



图表51：2013 年预计交付集装箱运力结构

2013 交付运力结构



来源：国金证券研究所，ALPHALINER

图表52：截止 2012 年 11 月全球 VLCS(7500TEU+)分布情况

航线	7500-9999TEU	10000-15500TEU
跨太平洋航线	102 32%	5 3%
远东-欧洲线	166 52%	144 92%
其它航线	43 13%	7 4%
闲置	11 3%	1 1%
全部船舶总数	322 100%	157 100%

来源：国金证券研究所，ALHPALINER

- 需求方面，我们认为 2013 年美国整体经济将好于欧洲，欧洲地区财政紧缩政策将压抑当地需求增长，货量难有大幅改观；全球集装箱海运量增速在新兴国家间市场需求推动下预计在 6% 的增速，略优于 2012 年。
- 总体上看 2013 年集运供需面是不容乐观的，虽然供给增速仅超越需求 1.5 个百分点，但欧美市场结构化的不平衡仍非常突出，甚至比去年更为恶劣，即：占交付运力主体的 VLCS(7500TEU+)船舶和欧美航线低迷需求的矛盾，这将给以欧美航线为主的大航运公司带来极大的经营压力。
- 2013 年之后运力交付预计将大幅下滑，2014 年运力增速放缓至 5.2%，供给压力有所缓解。



图表53: 2010-2014E 集运供给 & 需求

YEAE	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
订单	161	148	145	177	87
实际交付	125	125	130	148	111
订单交付率	78%	84%	90%	84%	85%
拆解	13	5	25	25	20
年底运力	1,414	1,535	1,640	1,763	1,854
运力增速	9.6%	8.5%	6.8%	7.5%	5.2%

注: 预计2012、2013年延迟交付的船舶在2014年交付, 当年订单可能增至130万标箱

YEAR	2010	2011	2012E	2013E	2014E
集运需求增速	12.8%	7.5%	5.5%	6.0%	7.4%
其中: 远东-北美	10.3%	2.0%	1.9%	3.0%	4.0%
远东-欧洲	12.7%	4.6%	-0.5%	0.9%	2.0%
集运供给增速	9.6%	8.5%	6.8%	7.5%	5.2%

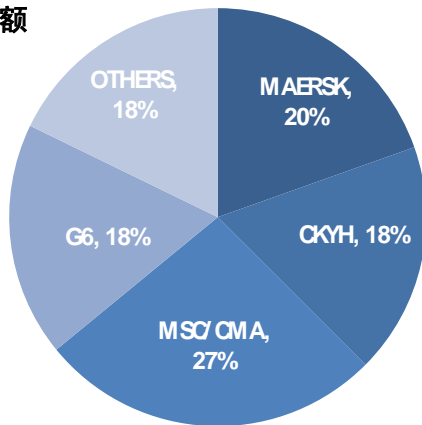
来源: 国金证券研究所, Alphaliner, Clarkson

弱市涨价存瓶颈, 集运有改善无反转

- 2012年集运的改善同基本面并无直接干系, 更多是依仗行业集中度联合推涨运费来实现。2011年底随着G6、MSC/CMA等联盟的形成, 行业集中度进一步提升, 联合涨价的成功概率高于过往。
- 区别于油轮、散货, 集装箱发展至今已形成较高集中度, 欧线中三大联盟(CKYH、MSC/CMA、G6)和马士基的市场份额合计为82%, 同时上述联盟在跨太平洋线上的份额为79%。从目前形势看, 未来行业集中度的提高将成为一种大的趋势, 2013年不排除大的联盟吸收新成员, 行业集中度得到进一步提高, 如CSCL、EVERGREEN参与CKYH的合作。

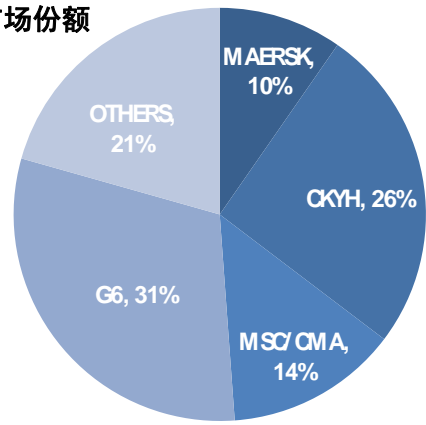
图表54: 2012年欧线市场份额

欧线市场份额



图表55: 2012年跨太平洋航线市场份额

跨太平洋市场份额

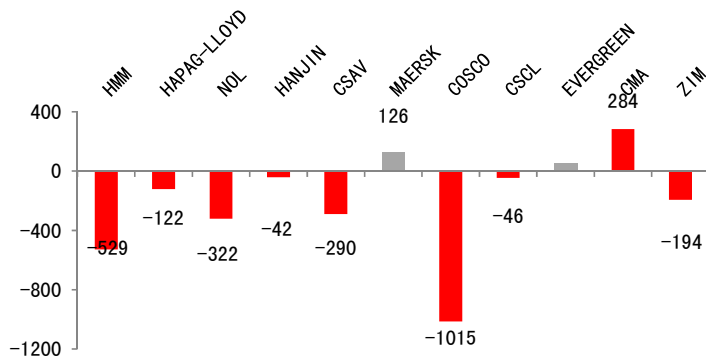


来源: 国金证券研究所, ALPHALINER

- 行业继续在2013年涨价的原因主要有三点, 一是行业在2012虽有改善, 但仍处于亏损中; 二是船公司对于13年前景预期普遍较低; 最后就是12年集运行业逆市涨价收效良好, 坚定了涨价信心, 加快了近几年行业从“竞争”转向“竞合”的格局。

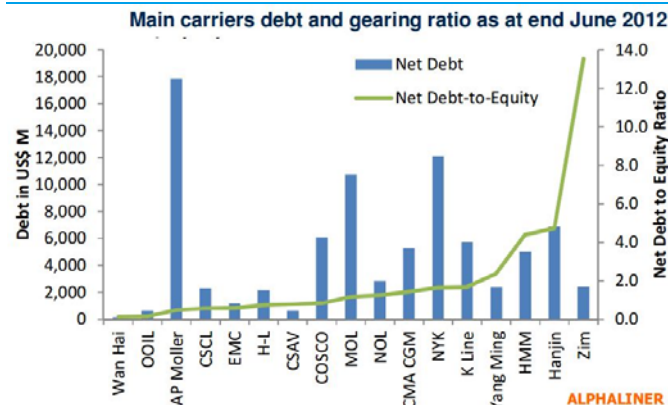
- 持续亏损带来财务上的高杠杆使得船公司需正的经营现金流来维持运营，2011年排名世界TOP22的船公司集运板块业务亏损高达58亿美元，2012年即使行业一再推升整体运价，但前3季度亏损的船公司仍居多，ZIM、CMA、CSAV等船公司多次获得流动性注入来维持经营。

图表56: 2012年1-3季部分公司经营业绩(百万美元)



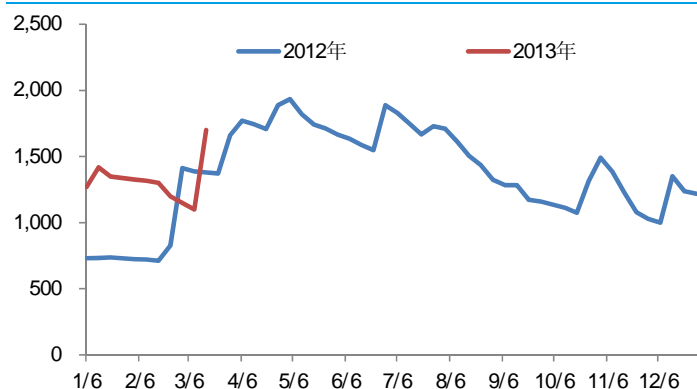
来源: 国金证券研究所, 上市公司季报, ALPHALINER

图表57: 船公司净债务/权益比重



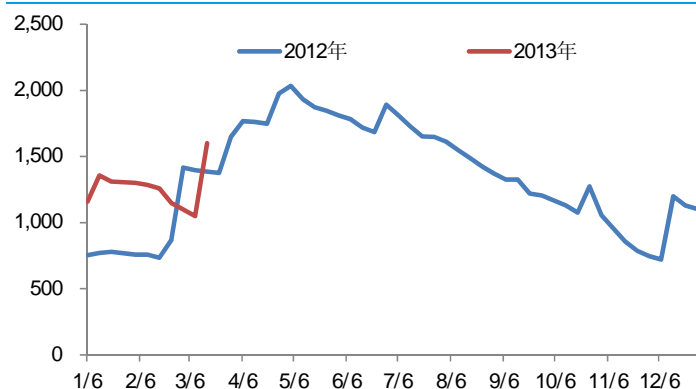
- 基于我们上述的逻辑，我们认为2013年集运行业继续改善将是大概率事件，主要原因有：1) 运价基数高；2) 船公司将在全年持续上涨运费；3) 13年美线签约价预计高于去年100-200美金/FEU；
- **运价基数高：**行业早已在1月10日开始上涨运费，其中欧地线上调运费400美金/TEU、美西400美金/FEU、美东600美金/FEU。1月初以来欧地线运费同比增长近80%，美线增长30%；
- **涨价具有持续性：**2013年船公司极有可能复制去年涨价的模式，只要运价跌破低位，行业将持续推动其上涨。目前船公司已宣布从3月开始上调多条航线运费，其中欧线是650-750美金，美西线400美金，美东线600美金。

图表58: SCFI 欧洲线运价 USD/TEU

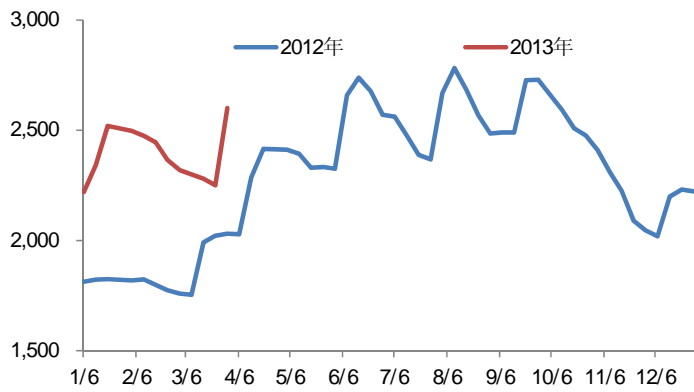


来源: 国金证券研究所

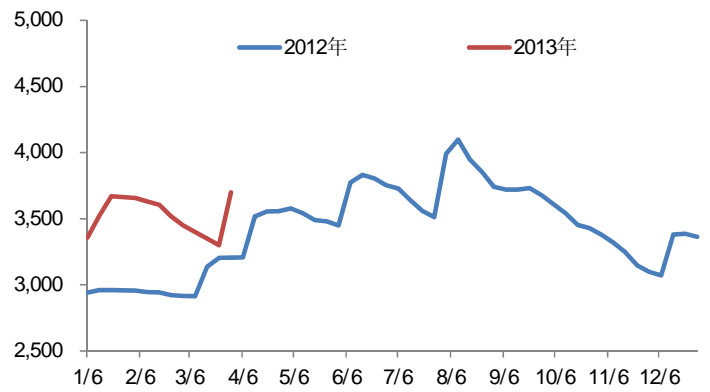
图表59: SCFI 地中海线运价 USD/TEU



图表60: SCFI 美西线运价 USD/FEU



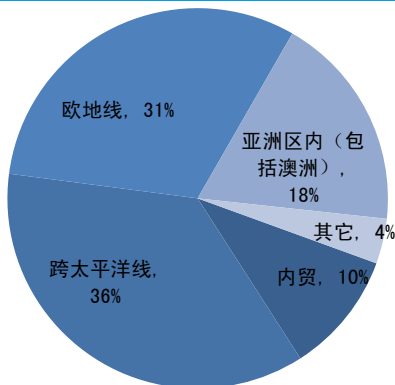
图表61: SCFI 美东线运价 USD/FEU



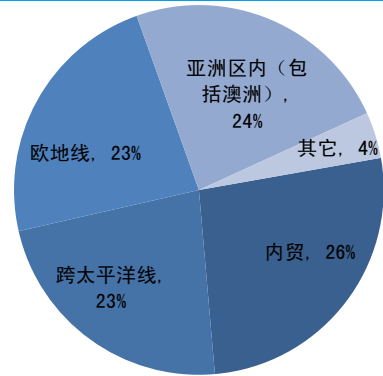
来源: 国金证券研究所, SCFI (3月份数据是我们的预测值)

- **美线约价高于去年:** 每年美线都有部分 BCO 客户采取 “early bird” 策略同船公司在 1 月份完成签约, 我们从船公司了解到情况看美线长约运费有望同比上涨 100-200 美金/FEU, 总体接近 1700-1900 美金/FEU。一定程度上预示着今年 4-5 月份的美线主力合约可能接近上述水平。
- 我们认为 2013 年船公司仍会努力推动运费上涨, 但因基本面仍为供过于求, 运费难以在高位持续, 涨价面临 “天花板”。行业趋势性拐点尚需等待欧洲经济的进一步复苏。由于 1 季度运费基数较高, 我们判断 2013 全年欧线运价接近 1500 美金/TEU 的水平, 同比增长 10%-15%。美西现货价格接近 2400-2500 美金/FEU, 增长 5-8%, BCO 客户价格约为 1700-1900 美金, 增幅也接近 5-8%。
- 截止 2012 年底, 中远集运船队接近 170 艘, 总运力近 76 万标箱, 位居全球第五。其中 VLCS(7500TEU+)船舶总数约 32 艘, 运力合计约 37 万, 占总运力比重接近 50%, 日趋大型化的船队结构使得公司集运业务较为倚重欧美航线。
- 2012 上半年远东-欧洲、地中海线以及跨太平洋线 (主要是美线货) 占公司收入比重分别为 31%、36%。箱量比重则都为 23%。

图表62: 公司 1H2012 航线收入比重



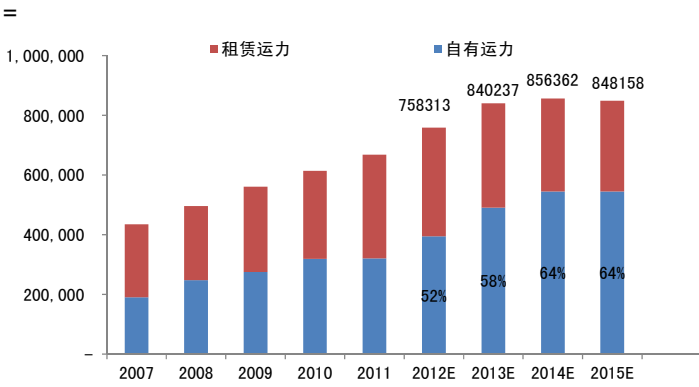
图表63: 公司 1H2012 航线箱量比重



来源: 国金证券研究所

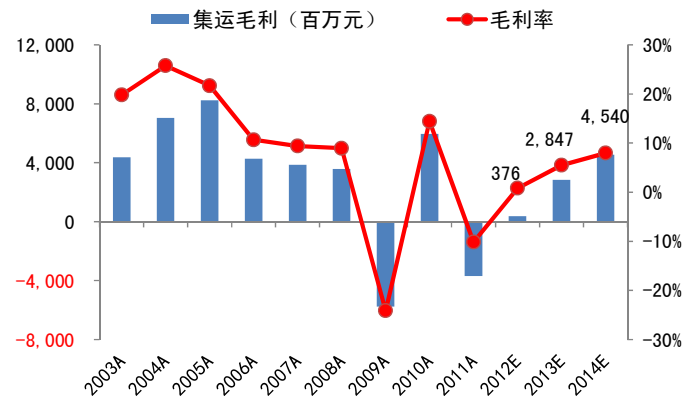
- 2013 年公司预计交付 14 艘新船, 约 9.6 万标箱, 13 年底总运力预计达到 84 万标箱, 增速约为 11%。13 年交付的船舶中 10 艘为 4250TEU 船型、4 艘为 13500TEU 船舶, 其中 13500 船多在下半年交付。我们认为 13 年公司在欧美航线上的舱位总体保持稳定, 预计全年货量增速趋同于行业平均水平, 业绩改善主要来自运价的上涨。而 14、15 年公司运力交付较为缓和, 预计总运力变化幅度不大。

图表64: 2007-2015E 公司集装箱运力情况 (TEU)



来源: 国金证券研究所, 公司年报

图表65: 2003-2014E 公司集运毛利额和毛利率



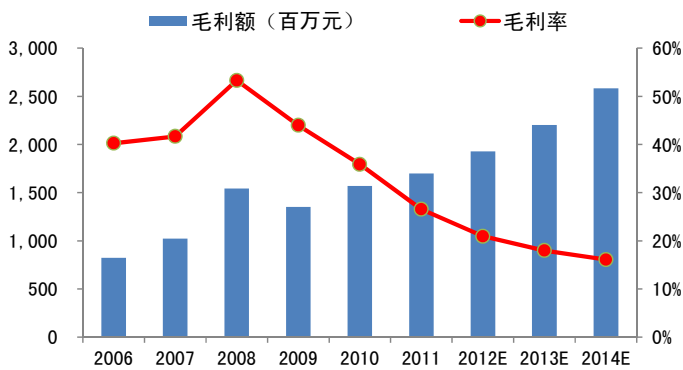
- 我们预计 2012-2014 年公司箱量增速分别为 16.2%、7.8%和 6.2%，平均运价增速预计为 9.9%、7.1%和 4%。得益于箱量和收入的环比增长，公司集运 12-14 年毛利预计为 4 亿、28 亿和 45 亿元。

## 其它板块

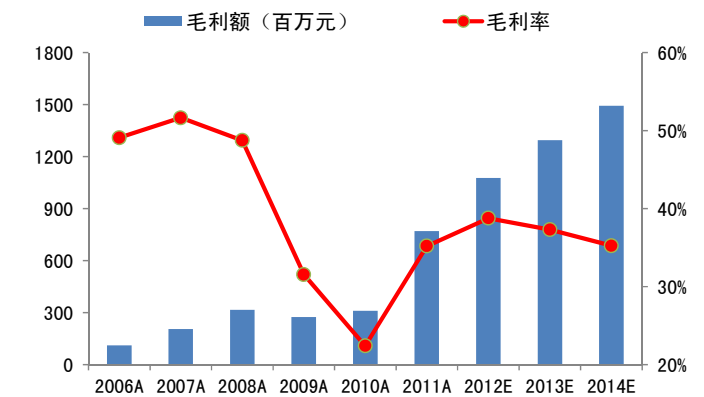
### 码头、物流业务稳步增长

- 中远物流在资源、项目经验以第三方物流上都具有一定优势。2006-2011年间，公司物流收入复合增长率达26%，同期利润增长率约为16%。近几年公司物流业务的高增速主要体现在第三方物流业务中，2012上半年公司第三方物流业务中的电子、化工板块增速高达21%和46%。
- 未来中国物流业预计将保持较快发展，公司物流业务收入和毛利额亦仍将保持高增长，但受近几年成本上升的影响，公司物流板块的毛利率会有所下滑，但在收入高增速的支撑下利润总额保持增长。

图表66: 2006-2014E 公司物流板块毛利和毛利率



图表67: 2006-2014E 公司码头板块毛利和毛利率



来源: 国金证券研究所, 公司年报

- 公司码头业务近9成业务量来自于中国港口，受全球经济不景气以及贸易格局变化的影响，中国整体港口吞吐量难以维持过往的双位数增速，我们判断未来中国港口的整体增速将下移至5-8%的区间。但中远码头业务同航运业务相互联动，加上公司投资的南沙、比雷艾夫斯等码头仍处于增长期，未来几年的吞吐量增速整体仍将维持在7-10%之间，增速和盈利水平较为稳定。

核心假设及预测数据

图表68: 集运和干散货业务核心假设

集运箱量 (万标箱)	2011	2012E	2013E	2014E
跨太平洋航线	160	183	194	202
%	2%	14%	6%	4%
欧地航线	148	180	191	202
%	15%	22%	6%	6%
内贸航线	185	218	246	273
%	20%	18%	13%	11%
箱量合计	691	803	865	918
%	11%	16%	8%	6%
<b>集装箱运费 (元/标箱)</b>				
跨太平洋航线	7621	8536	9133	9590
%	-16%	12%	7%	5%
欧地航线	6255	6880	7912	8308
%	-33%	10%	15%	5%
内贸航线	2030	2051	2092	2196
%	-8%	1%	2%	5%
航线合计	4802	5277	5652	5877
%	-22%	10%	7%	4%
<b>散货日租金 (美金/天)</b>				
海岬船型	16278	10255	10563	11408
%	-52%	-37%	3%	8%
巴拿马船型	14427	7214	7574	8407
%	-37%	-50%	5%	11%
灵便船型	13206	8002	8402	9074
%	-28%	-39%	5%	8%
船队平均日租金	13903	8331	8686	9473
%	-39%	-40%	4%	9%

来源: 国金证券研究所, 公司年报

图表69: 公司各板块收入及毛利预测

收入 (亿元)	2011	2012E	2013E	2014E
集装箱航运及相关业务	365	453	518	569
干散货航运及相关业务	234	159	178	200
物流业务	64	92	122	160
码头及相关业务	22	28	35	42
集装箱租赁业务	18	20	21	21
<b>总收入</b>	<b>689</b>	<b>740</b>	<b>862</b>	<b>981</b>
<b>毛利额 (亿元)</b>				
集装箱航运及相关业务	-37	4	28	45
干散货航运及相关业务	-27	-56	-34	-16
物流业务	17	19	22	26
码头及相关业务	8	11	13	15
集装箱租赁业务	10	10	10	10
<b>总毛利</b>	<b>-30</b>	<b>-11</b>	<b>40</b>	<b>81</b>
<b>毛利率 (%)</b>				
集装箱航运及相关业务	-10%	1%	5%	8%
干散货航运及相关业务	-12%	-35%	-19%	-8%
物流业务	27%	21%	18%	16%
码头及相关业务	35%	39%	37%	35%
集装箱租赁业务	55%	50%	49%	48%
<b>总毛利率</b>	<b>-4%</b>	<b>-2%</b>	<b>5%</b>	<b>8%</b>

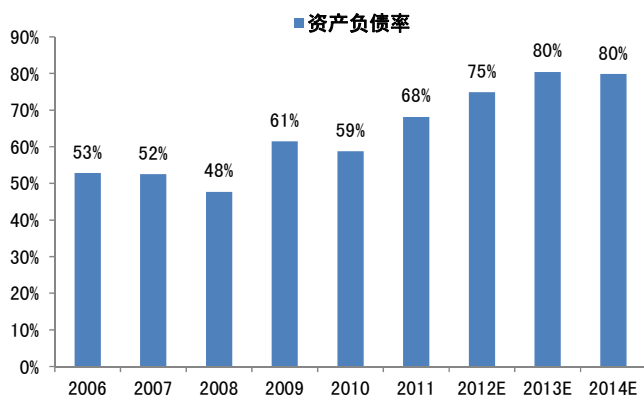
来源: 国金证券研究所, 公司年报

## 估值和投资建议

### 经营面难以乐观，散货业务或被剥离

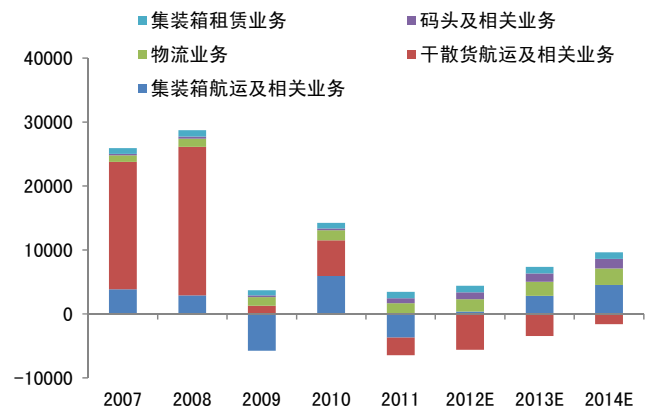
- 集运板块受益于高基数运价和行业联合涨价，经营业绩大幅改善，预计毛利将达到 28.5 亿元。
- 由于散货板块短期仍将深陷巨亏，复苏过程艰辛，即使 13 年集运板块有所改善，亦难以扭转公司整体亏损的格局。
- 12 年底公司的资产负债率将达到 75%，公司 2012-2013 年的财务费用将分别达到 17 亿和 26 亿，今年的财务风险进一步加大，将难以负担散货业务中长期的亏损，我们认为公司不排除通过同控股集团达成协议后整体剥离散货业务

图表70: 2006-2014E 公司资产负债率



来源: 国金证券研究所, 公司年报

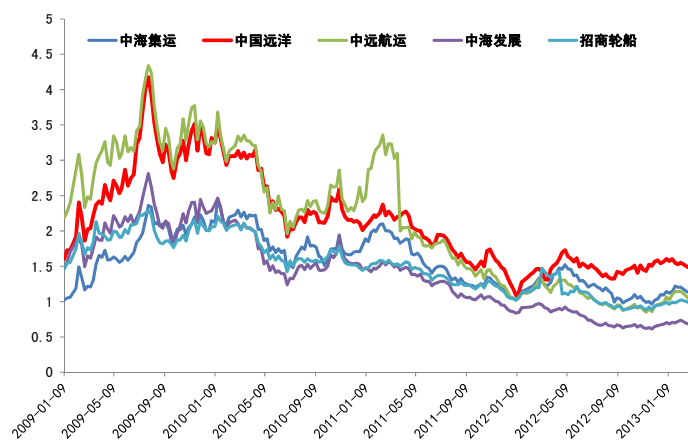
图表71: 2007-2014E 公司业务板块毛利 (百万元)



### 投资建议

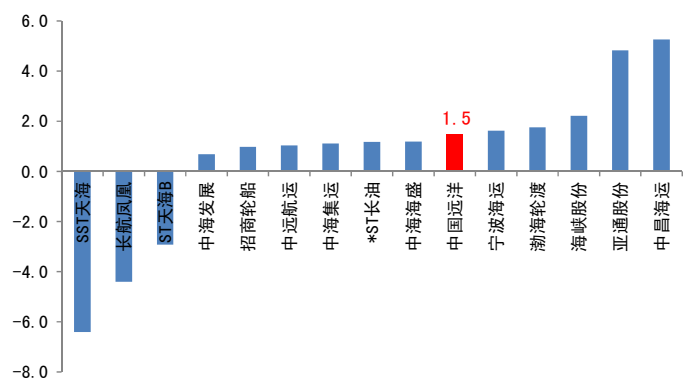
- 剔除上市公司剥离散货业务的因素，预计公司 2012-2014 年净利润分别为 -97.6、-45.3 和 6.1 亿，对应 EPS 分别为 -0.96、-0.44 和 0.06 元，给予“中性”评级。

图表72: A 股航运公司的历史估值 PB(X)



来源: 国金证券研究所, 同花顺

图表73: A 股航运公司的 3 月 27 日估值 PB(X)





**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>55,735</b>	<b>80,578</b>	<b>68,908</b>	<b>74,000</b>	<b>86,203</b>	<b>98,076</b>	货币资金	44,198	47,696	47,890	42,804	65,130	59,869
增长率		44.6%	-14.5%	7.4%	16.5%	13.8%	应收款项	7,005	8,046	8,206	13,219	15,399	17,519
<b>主营业务成本</b>	<b>-57,760</b>	<b>-66,310</b>	<b>-71,889</b>	<b>-75,134</b>	<b>-82,243</b>	<b>-89,993</b>	存货	1,956	2,318	3,652	3,705	4,056	4,438
%销售收入	103.6%	82.3%	104.3%	101.5%	95.4%	91.8%	其他流动资产	2,038	2,965	3,638	6,098	6,675	7,303
毛利	-2,025	14,269	-2,981	-1,134	3,961	8,083	流动资产	55,197	61,025	63,386	65,826	91,259	89,130
%销售收入	n.a	17.7%	n.a	n.a	4.6%	8.2%	%总资产	39.8%	40.4%	40.3%	41.4%	49.8%	49.9%
营业税金及附加	-523	-773	-460	-494	-514	-519	长期投资	15,533	17,990	17,531	17,428	17,315	17,265
%销售收入	0.9%	1.0%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	固定资产	62,760	66,729	72,638	72,712	71,578	69,139
营业费用	-133	-141	-162	-136	-143	-150	%总资产	45.3%	44.2%	46.1%	45.7%	39.1%	38.7%
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	无形资产	2,720	2,792	3,235	3,149	3,089	3,031
管理费用	-4,577	-4,793	-5,358	-5,411	-5,249	-5,039	非流动资产	83,422	89,843	94,050	93,291	91,985	89,437
%销售收入	8.2%	5.9%	7.8%	7.3%	6.1%	5.1%	%总资产	60.2%	59.6%	59.7%	58.6%	50.2%	50.1%
息税前利润 (EBIT)	-7,258	8,562	-8,961	-7,176	-1,945	2,375	<b>资产总计</b>	<b>138,620</b>	<b>150,868</b>	<b>157,437</b>	<b>159,117</b>	<b>183,244</b>	<b>178,567</b>
%销售收入	n.a	10.6%	n.a	n.a	n.a	2.4%	短期借款	7,248	6,068	21,982	0	0	0
财务费用	-664	-555	-102	-1,730	-2,458	-2,597	应付款项	15,067	17,145	20,362	27,182	30,012	33,008
%销售收入	1.2%	0.7%	0.1%	2.3%	2.9%	2.6%	其他流动负债	4,753	5,190	4,971	8,745	9,545	10,391
资产减值损失	40	16	-108	-91	-15	-15	流动负债	27,068	28,402	47,316	35,927	39,557	43,399
公允价值变动收益	3,469	113	191	134	135	137	长期贷款	40,976	37,586	33,150	51,150	71,150	74,150
投资收益	-1,251	1,754	2,173	1,912	2,065	2,478	其他长期负债	17,183	22,660	26,801	27,692	32,692	20,492
%税前利润	n.a	19.1%	-27.8%	-24.7%	-89.4%	81.3%	<b>负债</b>	<b>85,227</b>	<b>88,648</b>	<b>107,266</b>	<b>114,769</b>	<b>143,399</b>	<b>138,041</b>
营业利润	-5,663	9,890	-6,806	-6,950	-2,217	2,379	<b>普通股股东权益</b>	<b>42,822</b>	<b>47,752</b>	<b>34,695</b>	<b>27,574</b>	<b>21,720</b>	<b>21,001</b>
营业利润率	n.a	12.3%	n.a	n.a	n.a	2.4%	少数股东权益	10,571	14,467	15,475	16,775	18,125	19,525
营业外收支	-650	-704	-1,002	-786	-92	670	<b>负债股东权益合计</b>	<b>138,620</b>	<b>150,868</b>	<b>157,437</b>	<b>159,117</b>	<b>183,244</b>	<b>178,567</b>
税前利润	<b>-6,313</b>	<b>9,186</b>	<b>-7,807</b>	<b>-7,736</b>	<b>-2,309</b>	<b>3,049</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	n.a	11.4%	n.a	n.a	n.a	3.1%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-424	-1,192	-1,031	-722	-866	-1,040	<b>每股指标</b>						
所得税率	n.a	13.0%	n.a	n.a	n.a	34.1%	每股收益	-0.738	0.662	-1.023	-0.955	-0.443	0.060
净利润	-6,737	7,994	-8,839	-8,458	-3,176	2,010	每股净资产	4.192	4.674	3.396	2.699	2.126	2.056
少数股东损益	804	1,233	1,610	1,300	1,350	1,400	每股经营现金净流	-0.575	1.092	-0.490	-0.268	0.354	0.815
归属于母公司的净利润	<b>-7,541</b>	<b>6,761</b>	<b>-10,449</b>	<b>-9,758</b>	<b>-4,526</b>	<b>610</b>	每股股利	0.000	0.090	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	n.a	8.4%	n.a	n.a	n.a	0.6%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	-17.61%	14.16%	-30.12%	-35.39%	-20.84%	2.90%
净利润	-6,737	7,994	-8,839	-8,458	-3,176	2,010	总资产收益率	-5.44%	4.48%	-6.64%	-6.13%	-2.47%	0.34%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	-6.63%	5.90%	-7.89%	-6.37%	-1.86%	1.16%
非现金支出	3,387	3,484	3,645	4,622	4,819	5,016	<b>增长率</b>						
非经营收益	-1,233	-151	-154	-579	1,466	605	主营业务收入增长率	-51.52%	44.58%	-14.48%	7.39%	16.49%	13.77%
营运资金变动	-1,296	-176	337	1,673	508	695	EBIT增长率	N/A	-217.96%	#####	-19.92%	-72.89%	#####
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-5,879</b>	<b>11,152</b>	<b>-5,011</b>	<b>-2,742</b>	<b>3,617</b>	<b>8,326</b>	净利润增长率	N/A	N/A	N/A	-6.61%	-53.62%	N/A
资本开支	-10,246	-7,942	-6,765	-5,193	-3,701	-1,834	总资产增长率	18.72%	8.84%	4.35%	1.07%	15.16%	-2.55%
投资	151	90	305	103	112	50	<b>资产管理能力</b>						
其他	-639	698	1,206	2,046	2,200	2,615	应收账款周转天数	33.1	24.3	31.3	45.0	45.0	45.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-10,733</b>	<b>-7,154</b>	<b>-5,254</b>	<b>-3,044</b>	<b>-1,389</b>	<b>832</b>	存货周转天数	11.4	11.8	15.2	18.0	18.0	18.0
股权募资	372	4,131	141	0	0	0	应付账款周转天数	57.4	57.9	60.3	70.0	70.0	70.0
债权募资	33,431	1,716	13,921	-573	25,000	-9,200	固定资产周转天数	328.4	259.4	325.7	303.2	254.6	214.0
其他	-4,559	-3,506	-3,258	1,273	-4,903	-5,219	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>29,244</b>	<b>2,340</b>	<b>10,804</b>	<b>700</b>	<b>20,097</b>	<b>-14,419</b>	净负债/股东权益	30.05%	20.62%	55.68%	81.26%	97.16%	85.80%
<b>现金净流量</b>	<b>12,632</b>	<b>6,338</b>	<b>539</b>	<b>-5,086</b>	<b>22,326</b>	<b>-5,261</b>	EBIT利息保障倍数	-10.9	15.4	-87.8	-4.1	-0.8	0.9
							资产负债率	61.48%	58.76%	68.13%	72.13%	78.26%	77.30%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	3	7	11	25
增持	0	1	2	5	12
中性	0	1	2	3	5
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>1.00</b>	<b>1.43</b>	<b>1.50</b>	<b>1.54</b>	<b>1.53</b>

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B