

经营业务恢复缓慢

中 性 维持评级

分析师: 毛昂 信箱: maoang@chinastock.com.cn 电话: 010-66568732

执业证书号: S0130200010405

1. 事件

中远航运股份有限公司公布 2009 年年度报告, 2009 年年度公司实现营业收入 39.02 亿元, 实现净利润 (归属母公司股东) 1.35 亿元, 分别比较去年同期增长-43.46% 和-90.64%, 实现每股收益 0.10 元, 比较去年同期增长-90.99%。

2. 我们的分析与判断

我们认为, 分析公司 2009 年年度报告, 表明下面这样几个情况。

首先、2009 年中国进出口大幅度下降 17% 左右, 公司海洋货运业务收入下降幅度比较大, 主要是受到国际贸易增长速度大幅度减缓的影响, 虽然下半年需求下降幅度已经显著减少, 但是公司运输价格继续在低位徘徊, 报告期收入同比下降了 43%, 2009 年下半年下降幅度比较上半年还扩大了 1 个点, 毛利率从上半年的 11% 下降到下半年的 9%, 下半年主要经营业务继续下滑, 说明经营还是处于十分困难的时期。

其次、公司主要分类业务收入分析。公司最主要运输业务杂货船和多用途船收入同比分别大幅度下降 62% 和 48%, 占收入减少总额的 89%, 说明全球经济危机导致全球集装箱大幅度下降、机械、钢铁出口也大幅度下降, 严重影响了公司杂货船和多用途船的业务, 这是公司业务收入下降的主要原因; 汽车船运输收入仅仅 8939 万元, 同比大幅度下降了 67%, 在中国汽车生产和销售大幅度上升的情况下, 公司汽车船收入竟然大幅度下降是难以理解的; 而专业船业务表现差异比较大, 半潜船和重吊船收入分别上升了 5% 和 40%, 而滚装船业务收入竟然下降了 42%, 这三项合计收入同比下降了 10%, 所以杂货船和多用途船受到干散船和集装箱船的总低迷影响比较大, 汽车船和滚装船业务收入大幅度下降影响也不小。

第三、业务利润和毛利率分析。杂货船下降最大, 营业利润从 1.11 亿下降到-0.80 亿, 毛利率从 19% 下降到-20%, 滚装船下降也比较大, 营业利润从 0.33 亿下降到-0.09 亿, 毛利率从 10% 下降到-2%; 多用途船下降绝对数最大, 营业利润从 11.9 亿下降到 1.53 亿, 毛利率从 34% 下降到 7%, 这是公司利润下降的主要原因; 而半潜船毛利率从 60% 下降到 50%, 重吊船毛利率从 57% 下降到 38%, 营业利润分别为 1.91 亿和 1.17 亿, 同比分别增长-10% 和 3%, 汽车船业务营业利润下降幅度 75%, 毛利率也下降了 8 个点, 营业利润只有 0.04 亿元。

总体分析, 2009 年公司营业利润为 3.76 亿, 同比大幅度下降 78%, 但是上下半年分别为 2.28 亿和 1.35 亿, 环比下降了 40%; 报告期毛利率 10%, 下降 20 个百分点, 公司主要经营处于微利状态运行, 上半年和上半年毛利率分别为 12% 和 8%, 说明下半年在全球经济好转和航运行业上升情况下, 公司反而出现下降局面。

最后、综合分析, 公司在收入下降 43.46% 的情况下, 总成本费用仅仅下降 26.27%, 使得最后经营净利润 1.35 亿元 (或下降 90.64%)。

我们认为, 公司运营仍然处于一个十分困难的时期, 但是分析总体运营应该要注意以下几个因素:

(1) 全球航运业务恢复比较缓慢。2009 年, 全球海洋运输虽然出现大幅度下滑的局面, 国际贸易量大幅度减少了 20% 左右, 从下半年分析, 全球贸易下降幅度开始缓慢收窄到 15%, 恢复速度逐步加速;

(2) 干散货运业务恢复比较快。2009 年中国铁矿石进口 62278 万吨, 同比增长 42%, 创造了中国铁矿石进口的新记录, 也有利地支持了中国的海洋航运业务。

(3) 虽然中国出口的钢铁和机械产品下降比较大, 导致公司多用途船和杂货船的优势大幅度下降, 单纯用做散货船只能够单向进口运输, 进出口双向运输的优势大大减弱。预计 2010 年, 中国的出口优势将全面恢复, 对公司业务支持开始增加, 公司的业务能够逐步恢复。

(4) 2010 年, 在全球海洋运输需求逐步恢复的情况下, 海洋运输船舶下水的速度还要加速, 预计 2010 年全球海洋运输需求恢复将上升 10% 情况下, 而新船舶的投放速度将达到 15% 左右, 将是一个下水的高峰, 这对于供大于求运输市场还是形成压力, 运输价格将逐步恢复, 但是运输能力的过剩将进一步压制运输价格的制约上升速度, 所以 2010 年, 运输价格继续中水平运行的可能性是比较大, 公司的经营收入和经营利润水平的恢复将是一个比较长的过程。

(5) 在散运价格大幅度回升、汽车销售大幅上升、海南经济全面恢复多方面利好支持下, 下半年公司各个业务的收入和利润竟然没有上升, 反而出现下降局面, 与其他航运公司的情况形成比较明显的不同, 说明公司经营管理方面还有许多方面需要改善, 具体情况我们还要进一步详细分析。

3. 投资建议

我们认为, 随着国内外海洋运输业缓慢恢复以及大批新船投入使用的影响, 公司 2010 年和 2011 年在景气缓慢恢复、运输价格逐步恢复的情况下, 公司经营能力将处于缓慢上升趋势。

我们预计公司 2010 年和 2011 年收入分别为 47.21 亿和 58.76 亿, 净利润分别为 3.36 亿和 5.73 亿, 2010 年和 2011 年每股收益分别为 0.26 元和 0.44 元, 考虑到中国海洋运输行业的成长性, 我们按照 2011 年 20 倍---25 倍 PE 估值, 我们认为目前公司合理估值应该是 8.8 元---11 元, 目前股票价格 10.27 元基本反映了中期潜力, 我们维持公司评级为“中性”。

表 1: 公司业绩预测表

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
销售收入(百万元)	3,850	5,325	6,901	3,901	4,721	5,876
增长率(%)	12.1	38.31	29.60	-43.47	21.02	24.47
净利润(百万元)	592	1091	1448	135	336	573
增长率(%)	16.8	84.29	32.72	-90.68	148.89	70.54
摊薄 EPS(元)	0.90	1.67	1.11	0.10	0.26	0.44
PE(X)	11	6	9	100	40	23
PB(X)	2.59	2.02	3.08	2.98	2.81	2.79
ROIC	8.34%	10.49%	13.24%	4.53%	7.53%	9.11%
总资产周转率	0.96	1.16	1.14	0.62	0.79	0.82

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

表 2: 公司业务分类比较分析

单位: 元、%

	2006 年报	2007 年报	2008 年报	2009 年报	同比
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	
一、营业总收入	3,850,755,461.30	5,325,194,827.63	6,901,060,770.15	3,901,589,083.65	-43.46%
营业收入	3,850,755,461.30	5,325,194,827.63	6,901,060,770.15	3,901,589,083.65	-43.46%
二、营业总成本	3,067,053,981.70	3,980,040,728.68	5,187,955,634.12	3,824,973,995.88	-26.27%
营业成本	2,770,738,988.24	3,621,504,969.81	4,793,576,964.28	3,515,203,635.18	-26.67%
营业税金及附加	61,896,077.63	79,819,145.88	107,075,280.65	57,266,267.66	-46.52%
销售费用	15,547,329.43	24,038,524.68	37,348,213.43	52,127,059.91	39.57%
管理费用	185,771,779.39	202,111,548.58	274,956,475.46	219,577,715.05	-20.14%
财务费用	33,651,002.49	45,410,201.30	-21,138,379.25	-24,863,315.52	17.62%
资产减值损失	-551,195.48	7,156,338.43	-3,862,920.45	5,662,633.60	-246.59%
三、其他经营收益					
投资净收益	136,700.09	11,629,309.17	22,632,133.89	5,491,811.48	-75.73%
四、营业利润	783,838,179.69	1,356,783,408.12	1,735,737,269.92	82,106,899.25	-95.27%
加: 营业外收入	58,580,153.08	114,883,846.90	70,000.00	57,510,550.19	82057.93%
减: 营业外支出	527,773.94	2,017,166.72	5,000,000.00	11,884,354.48	137.69%
五、利润总额	841,890,558.83	1,469,650,088.30	1,730,807,269.92	127,733,094.96	-92.62%
减: 所得税	249,121,522.84	378,524,663.38	268,399,792.87	6,571,712.76	-97.55%
六、净利润	592,769,035.99	1,091,125,424.92	1,462,407,477.05	121,161,382.20	-91.71%
减: 少数股东损益	10,054,693.70	17,242,636.91	14,182,781.96	-14,338,730.69	-201.10%
归属母公司所有者的净利润	582,714,342.29	1,073,882,788.01	1,448,224,695.09	135,500,112.89	-90.64%
七、每股收益:					
(一) 基本每股收益	0.89	1.64	1.11	0.1	-90.9%
(二) 稀释每股收益	0.89	1.64	1.11	0.1	-90.9%

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

行业公司覆盖范围：

600009 上海机场、600004 白云机场、000089 深圳机场、600897 厦门空港
601111 中国国航、600029 南方航空、600015 东方航空、600591 上海航空
600221 海南航空、000099 中信海直、600270 外运发展、600125 铁龙物流
601006 大秦铁路、601333 广深铁路、600087 长航油运、601919 中国远洋
600026 中海发展、601872 招商轮船、601866 中海集运、600896 中海海盛
600428 中远航运、600798 宁波海运、600692 亚通股份、600561 长运股份
600611 大众交通、600662 强生控股、600834 申通地铁、600326 西藏天路
600878 中储股份

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908