

主营绝对亏损 经营稳健恢复**中性****维持评级**分析师: 毛昂 邮箱: maoang@chinastock.com.cn 电话: 010-66568732 执业证书号: S0130200010405**1. 事件**

2010年4月23日中国远洋股份有限公司公布2009年报告,公司经营收入557.35亿元,同比增长-51.5%;归母公司所有者净利润-67.37亿元,同比下降176.87亿元,基本每股收益-0.74元(08年同期1.06元)。

2. 我们的分析与判断

分析2009年业绩的影响,应该注意以下几个重要方面:

(1) 集运大滑坡,开始缓慢恢复。集装箱航运及相关业务完成货运量523万标准箱,较上年同期下降约9.6%。实现营业收入人民币238亿元,较上年同期减少40.5%。其中,2009年下半年,公司集装箱运输量完成285万箱,环比上半年上升21.3%;说明全球经济恢复,运输量已经开始加速恢复,预期2010年还将加快恢复。

(2) 散运运量小降、运价下降较大。干散货航运业务完成货运量27,154万吨,同比下降7.36%,货运周转量1.4万亿吨海里,同比下降6.67%。其中,煤炭承运量为8,513万吨,同比下降4.72%;金属矿石承运量12,243万吨,同比下降0.73%,其它货物承运量为6,398万吨,同比下降20.44%。实现营业收入27,379,178,507.54元,同比下降61.8%,下降幅度开始减弱。下半年环比运输量上升10.05%;说明在铁矿石进口反弹支持下,散货运输量开始上升。

(3) 运输价格出现比较大下降。2009年,全球经济危机实体经济受到严重影响,主要经济体贸易需求急剧萎缩,集装箱航运市场供需失衡矛盾突出,量价持续下跌,中国集装箱出口运费指数CCFI全年平均881点,创造了近年以来最低水平,与去年同期比较,下降21%。2009年,国际散货BDI指数平均为2617点,而2008年平均指数在6390点,指数同比大幅度下降了59%,这样的情况是历史罕见的。

(4) 2010年运输价格快速恢复。中国集装箱出口运输价格指数2010年1-4月平均为1096点,已经恢复接近2008年平均指数1122点,而目前公司两大主要业务集装箱运输已经恢复“微利”状态下运行,散货运输价格2010年1-4月BDI已经恢复到平均3021点,比较2009年全年平均2617点上升15%左右,干散货运输已经处于“薄利”状态运行。

(5) 从运输能力分析。全年新交付使用的集装箱船舶5艘,合计29,793标准箱。扣除出租运力后,自营运力规模同比缩减1.7%。2009年无新增船舶订单。截至2009年底,本集团持有54艘集装箱船舶订单,合计414,926标准箱。截至2009年12月31日,公司经营的干散货船舶439艘(36,572,031载重吨),继续保持干散货船队全球的领先地位。较去年同期增加8%。经与船厂协商,中国远洋宣布取消8艘干散货船舶订单。当前中国远洋拥有干散货船舶新船订单44艘,645万载重吨。2010-2011年公司将分别增加20艘和11艘,增加运输能力276万载重吨和169万载重吨,自有船运输能力将分别增长16%和9%,公司运输能力增长比较快,由于未来几年预计运输需求增长将放缓,公司经营继续面临一定考验。

(6) 2009 年公司收入 557 亿, 成本 577 亿, 毛利-20 亿, 公司经营处于严重绝对亏损状态。2010 年以来 BDI 收盘平均上升 15%左右, 出口集装箱运输指数平均上升 24%, 经营将从严重亏损逐步到盈亏平衡甚至到扭亏为盈, 但是逐步需要一个长期的过程。

3. 投资建议

2010 年在国际经济恢复的支持下, 公司航运业务出现恢复性上升局面; 预计公司散货运输业务数量能够基本维持, 但是 BDI 指数恢复将是一个缓慢上升的过程, 全球钢铁、电力、煤炭恢复将逐步恢复, 集装箱业务受到全球贸易恢复将逐步恢复, 但是全球新船下水在 2010-2011 年将进入一个高峰时期, 将对海洋运输行业运输价格形成长期的压制作用, 公司经营将从绝对亏损状态到扭亏为盈, 预计 2010 年公司业务将逐步恢复到正常经营水平。

我们预计, 公司 2010 年和 2011 年收入分别为 746.29 亿和 829.34 亿, 净利润分别为 18.76 亿和 37.26 亿, 每股收益分别为 0.18 元和 0.37 元, 公司业绩将呈现逐步恢复局面, 2010 年和 2011 年 PE 为 66 倍和 33 倍, 目前股票估值稍高。我们将公司评级继续维持为“中性”。

表 1: 公司业绩预测表

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
销售收入(百万元)	36198	93879	114968	55734	74629	82934
销售收入增长率(%)	20.4	159.3	22.5	-51.5	33.9	11.1
净利润(百万元)	2340	20854	10830	-7541	1876	3762
净利润增长率(%)	12.3	791.2	-48.1	-169.6	124.7	124.7
摊薄 EPS(元)	0.38	2.04	1.06	-0.74	0.18	0.37
PE(X)	32	6	11	-	66	33
PB(X)	2.33	2.95	2.33	2.88	2.82	2.66
PS(X)	0.6	1.1	0.9	0.4	0.5	0.6
ROE(%)	7.31%	49.76%	20.38%	-17.58%	4.27%	8.08%

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

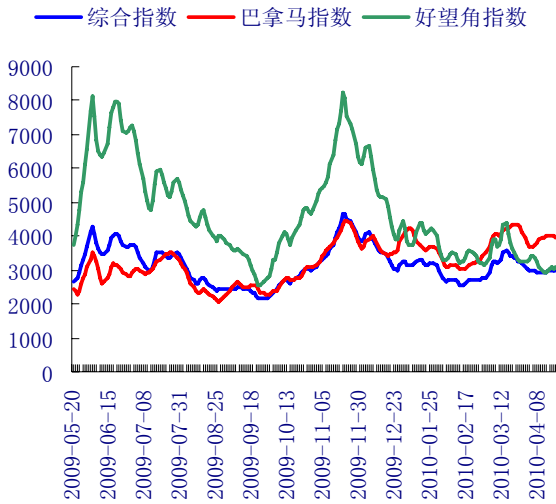
表 2: 干散货运力和需求及增速: 短期需求恢复、中期维持平衡

单位: 百万载重吨/百万吨

年份	期末运力	当年交付	增速%	运输量	增速%	供需比
2003A	302.2	11.6	2.6	4041	5.1	13.4
2004A	322.6	19.6	6.8	4313	7.8	13.4
2005A	345.1	23.4	7.8	4524	4.9	13.1
2006A	368.5	25.9	6.8	4775	5.6	13.0
2007A	392.4	24.4	6.5	5001	4.8	12.7
2008A	430.6	28	9.8	5210	4.2	12.1
2009A	493.6	56.9	14.7	5076	-2.6	10.3
2010E	550.9	57.3	11.6	5212	2.7	9.5

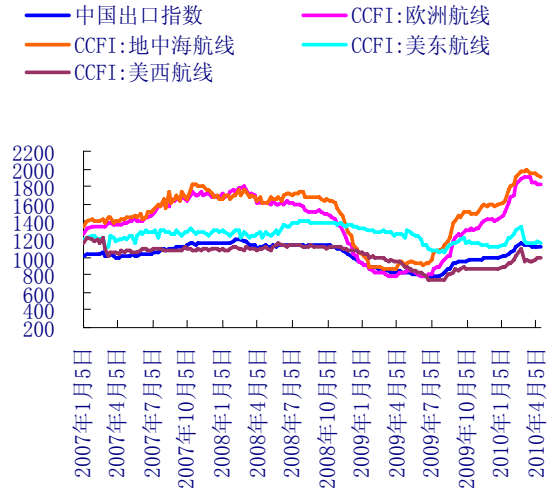
资料来源: 中贸物流资讯网 中国银河证券研究所

图 1: BDI 指数: 短期回调 中期恢复



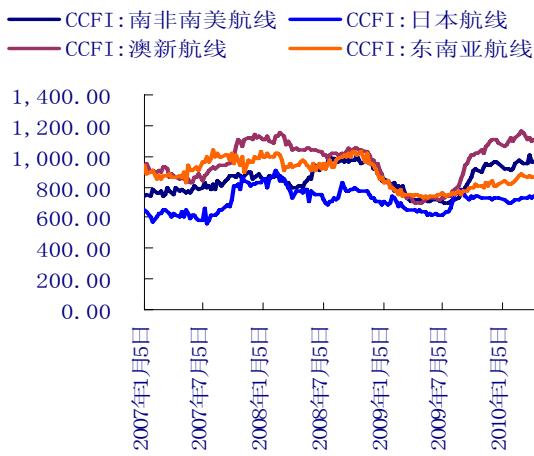
资料来源: WIND 中国银河证券研究所

图 2: 集装箱出口运价指数: 欧洲良好、美国低迷



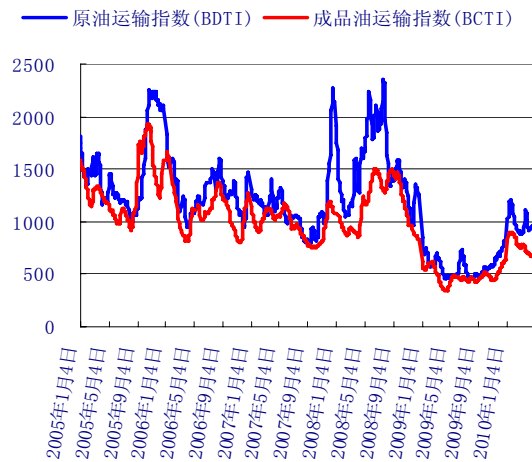
资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究所

图 3: 集装箱亚洲指数: 日本低迷、澳非恢复



资料来源: WIND 中国银河证券研究所

图 4: 国际油运指数: 震荡回升趋势



资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究所

表 3: 公司 2007-2009 经营和增长情况

	2007 年报	2008 年报	2009 年报	同比%
一、营业总收入	93,879,963,008	114,968,334,902	55,734,631,291	-51.52%
营业收入	93,879,963,008	114,968,334,902	55,734,631,291	-51.52%
二、营业总成本	75,456,483,121	92,797,300,703	63,616,073,656	-31.45%
营业成本	68,265,450,093	86,546,122,261	57,759,939,362	-33.26%
营业税金及附加	921,652,624	912,653,130	522,892,999	-42.71%
销售费用	106,599,187	85,144,506	133,121,026	56.35%
管理费用	4,916,336,649	4,303,968,463	4,576,548,967	6.33%
财务费用	1,245,116,142	655,640,659	664,003,588	1.28%
资产减值损失	1,328,425	293,771,684	-40,432,287	-113.76%
三、其他经营收益				
公允价值净收益	1,687,841,909	-5,203,762,964	3,469,055,350	-166.66%
投资净收益	4,114,921,221	2,637,907,517	-1,250,554,913	-147.41%
四、营业利润	24,226,243,017	19,605,178,753	-5,662,941,928	-128.88%
加: 营业外收入	1,321,203,859	864,294,833	1,034,952,460	19.75%
减: 营业外支出	141,928,165	5,592,902,131	1,685,193,195	-69.87%
五、利润总额	25,405,518,710	14,876,571,454	-6,313,182,663	-142.44%
减: 所得税	4,551,543,874	2,950,706,175	423,947,949	-85.63%
六、净利润	20,853,974,837	11,925,865,279	-6,737,130,612	-156.49%
减: 少数股东损益	1,743,883,747	1,095,500,337	804,163,334	-26.59%
归属于母公司净利润	19,085,356,603	10,830,364,942	-7,541,293,946	-169.63%
七、每股收益:				
(一) 基本每股收益	2.05	1.06	-0.74	-169.81%
(二) 稀释每股收益	2.05	1.06	-0.74	-169.81%

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、6000115 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