

2010-04-26

交通运输、仓储业/远洋运输业

公司研究 / 深度研究

中国远洋 (601919)

“弹性”并非唯一的价值

—中国远洋首次评级

增持/ 首次评级

股价: RMB12.1

分析师

李军

SAC 执业证书编号:S1000209090214

021-50106015 lijunyjs@lhqz.com

联系人

范倩蕾

0755-82364417 fanql@lhqz.com

相关研究

《集运企业的战略协作》(2010/03/17)

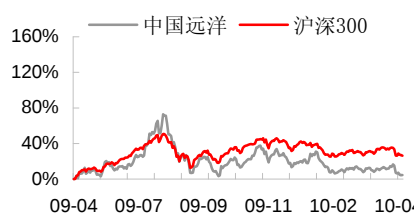
《料不平淡,或有惊喜——2010 年航运业年度投资策略》(2009/11/26)

基础数据

总股本(百万股)	10216
流通 A 股(百万股)	2163
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	28788

- 中国远洋 2005 年在港交所上市,主营业务涉及集运及物流相关产业。2007 年在 A 股市场上市,同年注入干散货业务资产。2008 年,干散货业务为公司贡献了超过 60%的收入和 80%的毛利。在 2009 年,受到全球经济衰退的影响,航运业务盈利大幅恶化,集运行业的巨额亏损吞噬了其他业务部门的盈利,干散货业务经会计调整后实现微利。
- 中国远洋控制着全球最大的干散货运输船队。截至 2009 年末,中国远洋干散货船队运力共 3657 万载重吨,全球运力的 7.7%。其中自有运力占比约 45%。中国远洋在干散货运输领域的竞争力表现为其对市场的判断力和控制力,在非单边下跌的市场中,其通过租入运力提升经营杠杆的策略可助其实现更高的盈利水平。
- 中国远洋目前共拥有集运运力 58 万 TEU, 占全球运力的 4%, 排名第六。其主导的集运联盟 CKYH 控制运力约 155 万 TEU, 居三大联盟之首。中国远洋在集运领域的竞争优势常被市场忽视。我们认为中国远洋在集运物流产业链的纵向整合策略和横向协作的策略有助于其实现差异化服务, 提升竞争壁垒, 提高资源的使用效率, 及降低经营风险。这些策略将帮助远洋在长期范围内建立起竞争优势。
- 我们延续在年度策略中对行业的判断, 认为干散货和集运板块基本面的大趋势向上。我们相信干散货运价将得以不断抬升; 而集运行业因全球贸易复苏, 亦将在 2010 年大幅减亏, 甚至有望实现盈利。
- 我们预测远洋在 2010/2011 年的 EPS 将分别为 0.33/0.46 元, 隐含的假设是干散货和集运运价在 2010 年实现 30%的运价均值提升。我们的弹性测算显示, 干散货运价每高于我们的预期 10%, 2010 年的 EPS 将上升近 60%至 0.53 元, 而集运运价每高于我们预期 10%, 2010 年 EPS 将上升愈 79%至 0.58 元。我们给予远洋首评“增持”的评级。

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	114968.3	55734.6	73171.8	83761.3	93458.7
(+/-%)	22.5	-51.5	31.3	14.5	11.6
归属母公司净利润(百万元)	10830.4	-7541.3	3322.9	4747.0	5536.0
(+/-%)	-43.3	-169.6	-55.9	42.9	16.6
EPS(元)	1.06	-0.74	0.33	0.46	0.54
P/E(倍)	11.4	-16.4	35.9	25.2	21.6

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

投资要点	5
行业现状及展望	6
干散货运输	6
集装箱运输	9
主营业务	13
竞争策略及优势	15
干散货运输：高杠杆，高风险偏好	15
集运：一“纵”一“横”	18
财务模型	22
干散货运输	22
集装箱运输	23
分业务收入及毛利水平	23
其他假设	24
敏感性分析	26
投资评级	26
催化因素	26
潜在风险	27
可比公司估值	28
附录：公司经营	29
公司背景	29
主营业务	29

图表目录

图 1、	BDI 指数及月度变化值	6
图 2、	干散货各船型 TCE 运价	6
图 3、	Cape 船型对 Panamax 船型的 TCE 历史溢价	6
图 4、	Cape 船现货市场运价对远期价格的历史溢价	6
图 5、	干散货船舶月度交付 (m dwt)	7
图 6、	Capesize 型干散货船舶月度交付 (m dwt)	7
图 7、	2010 年交付的 Capesize 船订造时间和造价	7
图 8、	中国铁矿石进口 (截至 2010 年 3 月)	8
图 9、	中国煤炭进口 (截至 2010 年 3 月)	8
图 10、	全球粗钢产量 (截至 2010 年 3 月)	8
图 11、	Capesize 船即期市场定载 (截至 2010 年 3 月)	8
图 12、	中国出口集装箱运指 (欧洲线)	9
图 13、	中国出口集装箱运指 (地中海线)	9
图 14、	中国出口集装箱运指 (美西线)	9
图 15、	中国出口集装箱运指 (美东线)	9
图 16、	全球集运船舶月度交付 (千 TEU)	10
图 17、	全球集运船舶月度拆解 (千 TEU)	10
图 18、	全球集运月度船舶交付与订单规划 (2010 年)	11
图 19、	全球集运现有订单交付年份分布 (截至 2010 年初)	11
图 20、	月度全球商品贸易指数及同比增长 (截至 Jan 2010)	11
图 21、	年度全球贸易增长与集运运量增长 (1984-2008)	11
图 22、	中国出口总额 (截至 2010 年 3 月)	12
图 23、	沿海港口集装箱吞吐量 (截至 2010 年 3 月)	12
图 24、	马士基集运单箱成本结构 (2008)	12
图 25、	中海集运集单箱成本结构(2008)	12
图 26、	中国远洋业务结构	13
图 27、	中国远洋收入分业务分布 (2004-2009)	13
图 28、	中国远洋毛利分业务分布 (2004-2009)	13
图 29、	中国远洋干散货运力增长	14
图 30、	中国远洋集运运力增长	14
图 31、	中国远洋集运产业链	14
图 32、	远洋的船型配置与全球运力对比	15
图 33、	干散货各船运价弹性	15
图 34、	中国远洋干散货业务对经营杠杆的使用	16
图 35、	BDI 与 BDTI 波幅对比	17
图 36、	BDI 和 CCFI 波幅对比	17
图 37、	原油需求波动趋稳	17
图 38、	铁矿石需求波动仍发散	17
图 39、	集运行业波特五力分析	18
图 40、	太平洋航线集运市场份额	20
图 41、	亚欧航线集运市场份额	20

图 42、	集运联盟与非联盟运力的船舶使用率	21
图 43、	中国远洋业务结构	29
图 44、	中国远洋收入分业务分布 (2004-2009)	30
图 45、	中国远洋毛利分业务分布 (2004-2009)	30
图 46、	中国远洋自有散货运力分布 (截至 2009 年)	30
图 47、	中国远洋全部散货运力分布 (截至 2009 年)	30
图 48、	中国远洋干散货运量分布	31
图 49、	中国远洋干散货业务占全球业务量比例 (2009)	31
图 50、	中国远洋干散货业务量分地区 (2009)	31
图 51、	中国远洋干散货收入分地区 (2009)	31
图 52、	中国远洋干散货业务历史毛利率 (2004 - 2009)	32
图 53、	中国远洋集运运力分布 (截至 2010 年 2 月)	33
图 54、	中国远洋集运运力增长规划 (2009)	33
图 55、	中国远洋集运运量分布 (千标箱)	33
图 56、	中国远洋集运收入分布 (百万元)	33
图 57、	中国远洋集运业务历史毛利率 (2004 - 2009)	34
图 58、	中国远洋集运产业链	35
图 59、	中远太平洋集运码头分区域吞吐占比 (2009)	36
图 60、	中远太平洋集运码头分区域吞吐占比 (2009)	36
图 61、	中远太平洋集装箱租赁收入来源 I (2009)	37
图 62、	中远太平洋集装箱租赁收入来源 II (2009)	37
图 63、	中国远洋集运相关业务毛利率	38
表 1、	主要班轮航线运力配置	10
表 2、	三大集运联盟, 成员及其运力排名	20
表 3、	中国远洋干散货业务收入模型	22
表 4、	中国远洋干散货运输业务成本	22
表 5、	中国远洋集运业务收入及毛利	23
表 6、	中国远洋分业务收入及毛利	23
表 7、	中国远洋 EPS 对运价的敏感性测算	26
表 8、	A 股航运公司估值	28
表 9、	国际可比航运公司估值	28
表 10、	中国远洋干散货船队运力	32
表 11、	码头经营者分类	35
表 12、	中远太平洋持股集运码头	36
表 13、	中远太平洋控股集运码头	36
表 14、	2009 年全球集装箱租赁公司排名及市场份额	37

投资要点

我们将中国远洋的业务架构理解为干散货加集运产业链。我们认为远洋在其主要业务板块均具有超越市场均值的竞争力。远洋在干散货行业的竞争力主要表现在：

- 1) 对市场的判断和控制能力：中国远洋控制了全球最大的干散货船队，占全球干散货运输市场份额的 8%，是全球干散货贸易最大的承运人。
- 2) 租入运力策略：通过运力的租入和租出，远洋对市场的判断力和控制力得以折现。在干散货行业处于周期低位、大趋势向上的基本判断下，杠杆的使用将增加其经营杠杆，放大业绩波动。

远洋的干散货业务为其业绩提供了充足的“弹性”。我们理解这种弹性主要来自于两个层面，一是干散货运价自身相较油运和集运运价，具有更高的波动性；二是远洋通过租入船舶提高了高运价弹性的大船比例。经营杠杆亦将在运价的上行周期贡献额外的利润。我们仍认为中国远洋在周期的现阶段具有高弹性：尽管运价自身的弹性被过剩的供给压制，但远洋仍可以通过主动的船型配置和经营杠杆提高利润弹性。同时，因净利润基数降低，业绩对运价变动亦高度敏感。

在干散货业务的“弹性”之外，中国远洋集运产业链的价值常常被市场忽视。远洋在集运领域的竞争力表现为：

- 1) 对产业链的纵向整合倾向：缺乏新的需求增长点的背景下，集运行业面临着来自上下游的利润挤压和行业中的竞争同质化问题。而纵向整合可以帮助公司实现差异化服务，提高经营灵活性和竞争壁垒，及增强对成本端的控制力。
- 2) 对横向战略协作的重视：集装箱化完成后，在行业竞争同质化、供给相对过剩、利润率承压的背景下，行业集中度的提升不可避免。制度性的因素可能对行业的兼并收购造成障碍，企业间横向的战略协作是提升行业规模效应的必然选择。

我们给予中国远洋“增持”的评级，主要基于：1) 行业基本面向好，干散货行业运价均值将稳步提升，集运行业亦将在 2010 年走出周期底部；2) 行业盈利好转：干散货行业将在 2010 年扩大盈利水平，而集运行业将大幅减亏，并存在超预期的可能性。3) 远洋具有超越行业均值的竞争力。

我们预测远洋 2010/2011 年的 EPS 分别为 0.33/0.46 元，隐含的假设是干散货和集运运价均提升约 30%。干散货运价每高于我们的预期 10%，将带来 60% 的 EPS 提升至 0.53 元，而集运运价每高于预期 10%，将带来 79% 的 EPS 提升，至 0.58 元。

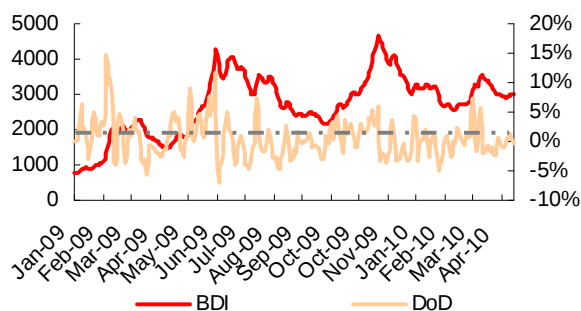
行业现状及展望

干散货运输

运价：倒挂现象出现

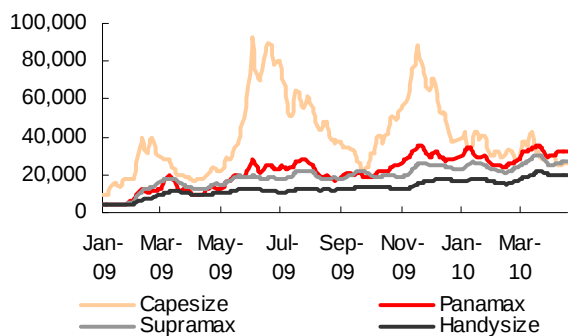
BDI 在中国的春节年后呈缓和反弹的态势，但近期因铁矿石谈判的影响走势偏弱。4 月 23 日，BDI 收 3013 点，较年内低点上升 17%。但近期的干散货各船型 TCE 运价出现了明显的倒挂现象，4 月 23 日，Cape 船型对 Panamax 船型的折价仍达 6%，而在 2009 年初至今，Cape 船型对 Panamax 船型的溢价均值接近 100%。我们认为近期运价的倒挂主要来自三大矿对铁矿石的发货控制，压低了 Capesize 船型的合理运价。

图1、BDI 指数及月度变化值



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究

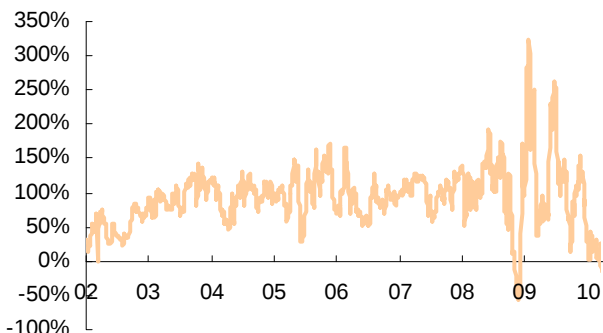
图2、干散货各船型 TCE 运价



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究

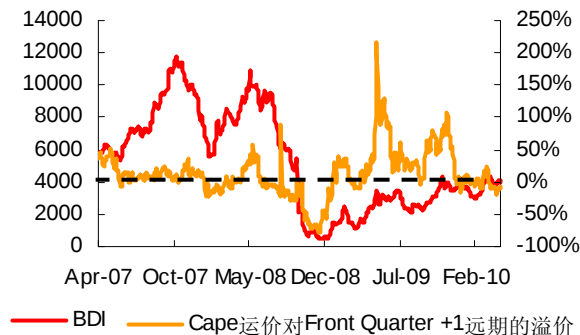
同时，Capesize 船舶的现货市场价格亦出现于运价远期合约倒挂的现象。根据 RS Platou 的信息，目前 Capesize 现货市场的 TCE 约 28441\$/d，而 Q210 至 Q111 的远期价格在 31750\$/d，31750\$/d，29750\$/d 和 28000\$/d。这表明，市场对运价仍持普遍看多的观点。

图3、Cape 船型对 Panamax 船型的 TCE 历史溢价



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究

图4、Cape 船现货市场运价对远期价格的历史溢价

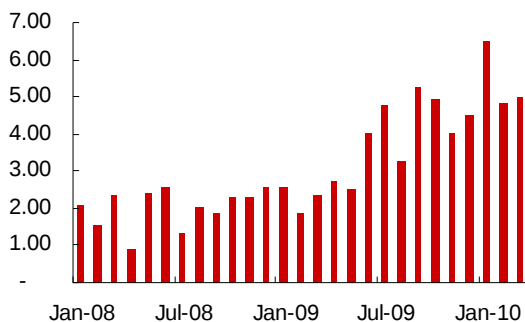


资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究

供给：严峻，但订单延付比例可能提高

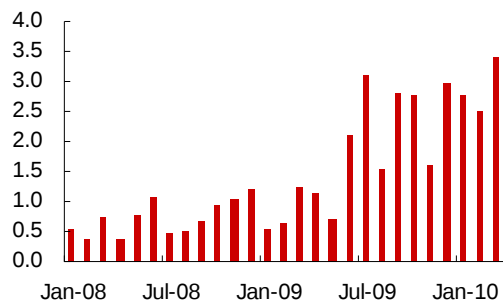
3月的运力交付数据显得严峻。至今我们仍难以找到有力的证据证明，运力交付的高峰已经过去。干散货船舶1-3月份共新增运力3.5%，而Capesize船型运力增幅则高达5.2%。

图5、干散货船舶月度交付 (m dwt)



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究

图6、Capesize 型干散货船舶月度交付 (m dwt)

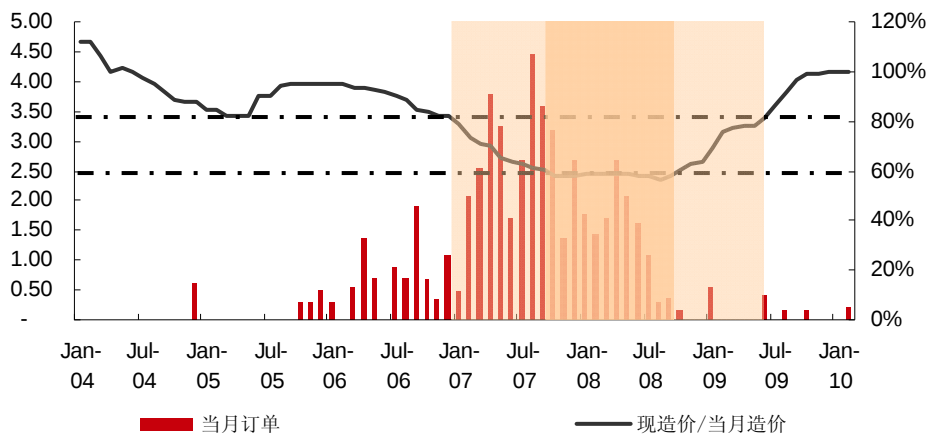


资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究

我们暂时仍维持全年订单交付比例 52%，船队增长 10.5%这一假设。因我们仍认为低迷的新订单及船价和高涨的成本可能为船厂造成交付压力。

我们对 Capesize 型散货船约定于 2010 年交付的订单做了一些分析。分析显示，有 80%原定 2010 年交付船舶的现价已经跌破了造价的 80%，而有 35.6%的船舶订单现价已经跌破造价的 60%。我们将继续观察运力的交付数据，并审视是否有调整运力增长预期的必要。

图7、2010 年交付的 Capesize 船订造时间和造价

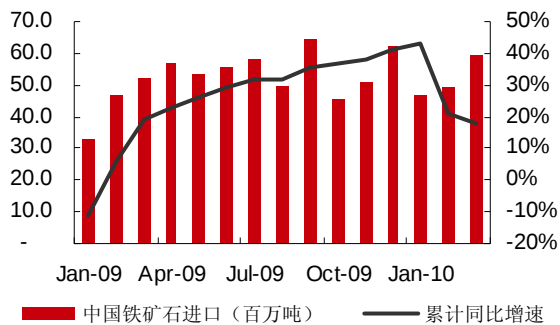


资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究

需求：符合预期

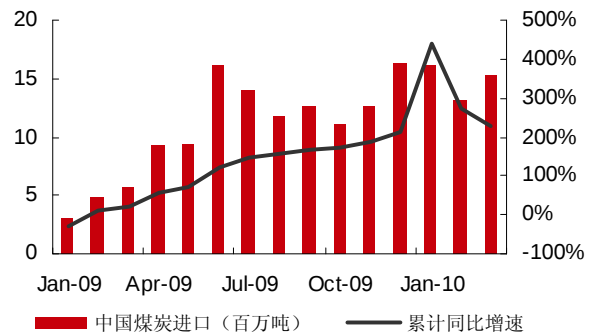
2010 年 1-3 月铁矿石进口累计约 1.55 亿吨，同比增 18%。煤炭 1-2 月进口约 2918 万吨。2010 年 1-2 月全球粗钢产量达 2.2 亿吨，同比增长约 29%。我们维持全年中国铁矿石进口 12%和全球其他地区 15%增长的预测。

图8、中国铁矿石进口（截至 2010 年 3 月）



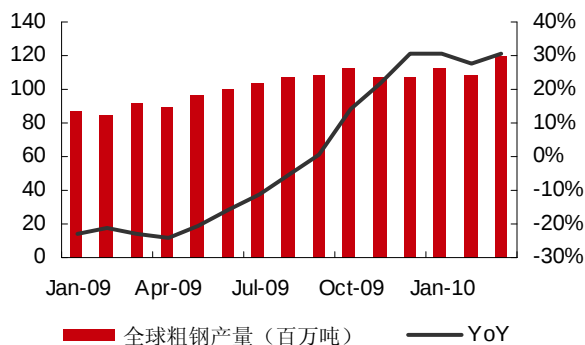
资料来源：WIND，华泰联合证券研究

图9、中国煤炭进口（截至 2010 年 3 月）



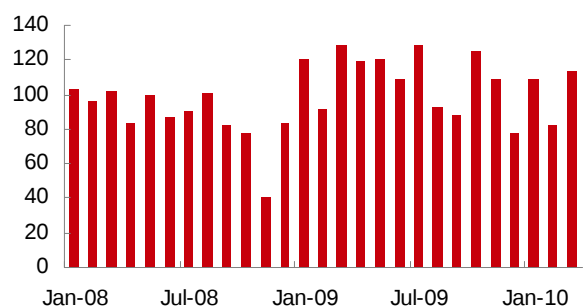
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究

图10、全球粗钢产量（截至 2010 年 3 月）



资料来源：WIND，华泰联合证券研究

图11、Capesize 船即期市场定载（截至 2010 年 3 月）



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究

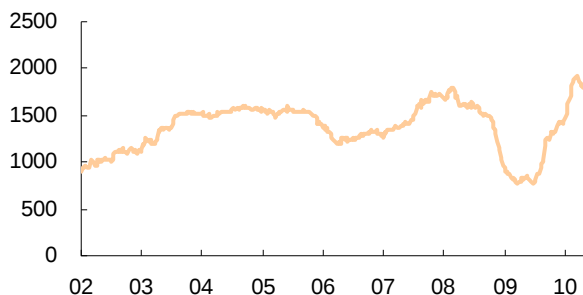
我们在近期报告《干散货需求预期下调风险测算》（2010/04/22）中测算了需求预期下调的风险。我们的测算结果显示，除非出现 08 年式的钢铁产量在三季度开始的大跌，我们的需求预期下调的风险很小。

集装箱运输

运价：旺季积极但仍依赖于运力控制

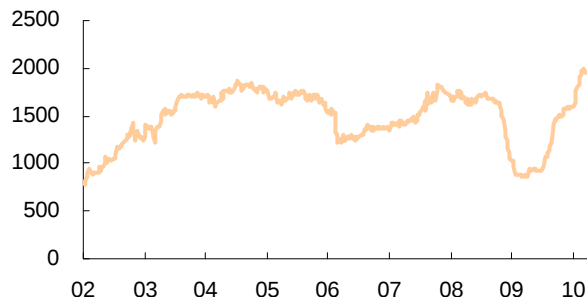
集运运价在过去的旺季表现抢眼。欧洲及地中海线运价指数已经相继站上历史新高，而美线亦表现不俗。集运公司纷纷制定新的涨价计划，并颇有默契的缩减运力亦配合涨价。但随着旺季过去，欧线市场运价略有松动。美线由于临近北美运价谈判新合约签订而显得活跃，经营商控制运力的默契空前高涨。

图12、 中国出口集装箱运指（欧洲线）



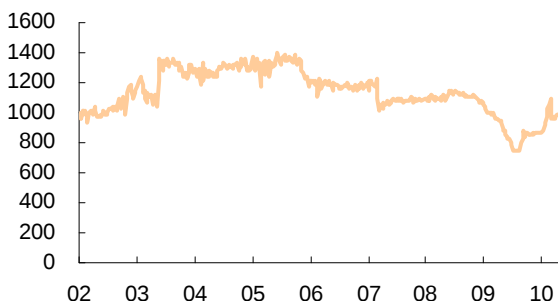
资料来源：上海航运交易所，华泰联合证券研究

图13、 中国出口集装箱运指（地中海线）



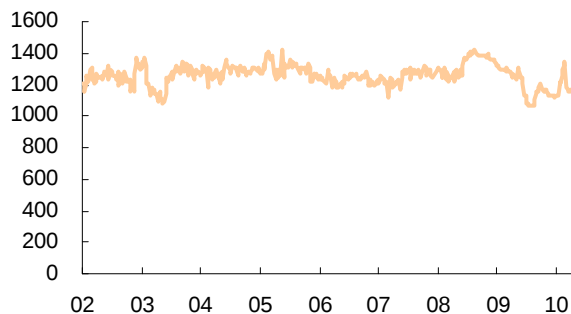
资料来源：上海航运交易所，华泰联合证券研究

图14、 中国出口集装箱运指（美西线）



资料来源：上海航运交易所，华泰联合证券研究

图15、 中国出口集装箱运指（美东线）



资料来源：上海航运交易所，华泰联合证券研究

经营商将旺季运价的成功上涨归因于船东间合作趋势的加强。2009 年上半年船东为了维护市场份额而采用的低价策略使得行业利润受到加大冲击。此后船东除了在协作进行舱位管理方面通力合作，在控制运力方面亦行动积极。在旺季时期，闲置运力仍高达 10%左右；同时，船东一致执行的低航速航行亦减少了有效运力供给。

表1、 主要班轮航线运力配置

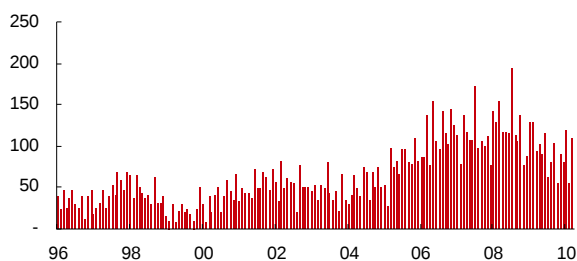
航线名称	2009 年 1 月 1 日		2010 年 4 月 1 日		运力变动
	No.	TEU	No.	TEU	
欧洲-远东	385	2,490,309	271	2,075,156	-17%
远东-北美西海岸	395	1,928,100	290	1,573,668	-18%
远东-中东	321	1,496,366	238	1,394,184	-7%
远东-北美东海岸	167	708,371	182	842,666	19%
远东-印度次大陆	265	847,276	186	704,831	-17%
中美加勒比海-远东	211	798,968	169	745,571	-7%
印度次大陆-中东	249	778,393	175	636,059	-18%
东亚-东南亚	352	832,260	166	326,510	-61%
印度次大陆-地中海	200	934,275	115	473,125	-49%
欧洲-地中海	197	626,822	145	496,709	-21%
中美加勒比海-北美东海岸	222	550,333	169	446,755	-19%
欧洲-北美东海岸	151	466,268	118	382,184	-18%
东北亚-东南亚	185	402,236	166	326,510	-19%
地中海区内支线	191	156,034	174	156,319	0%
东南亚区内	189	137,386	180	134,034	-2%
欧洲区内	161	82,841	144	81,451	-2%

数据来源: Ci-online, 华泰联合证券研究

运力: 交付延迟显著

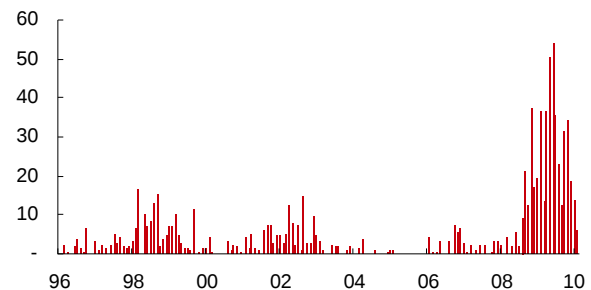
集运船舶 1-3 月交付共 28.3 万 TEU, 同期拆解 3.8 万 TEU, 较年初增加 2% 的名义运力供给。交付大幅落后于订单约定: 从 2010 年确定交付月份的订单来看, 交付率仅 38%。较低的运力交付折射了目前集运企业的经营困境, 同时也反映出经营企业对未来行业发展的谨慎预期。

图16、 全球集运船舶月度交付 (千 TEU)



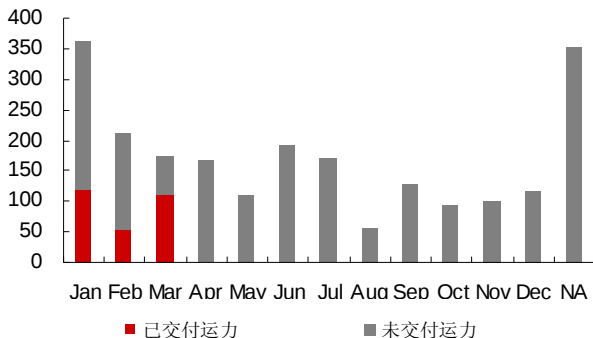
资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究

图17、 全球集运船舶月度拆解 (千 TEU)



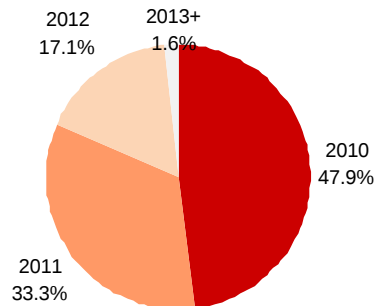
资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究

图18、 全球集运月度船舶交付与订单规划（2010 年）



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究

图19、 全球集运现有订单交付年份分布（截至 2010 年初）



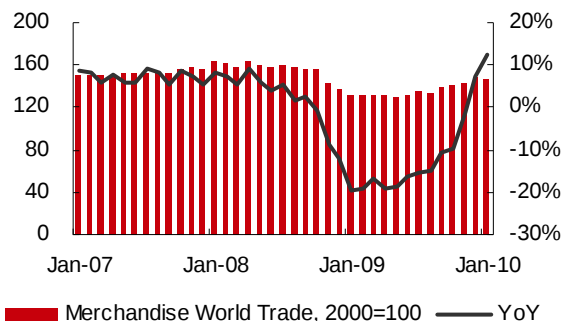
资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究

2009 年集运运力全年增量约 6%。2010 年我们预测集运全年的运力交付量仍将大幅低于订单量，因船东的经营困难和不充裕的银行贷款。我们将全年的运力增长由 6%略上调至 7.5%。

需求：上调增长预期至 8%

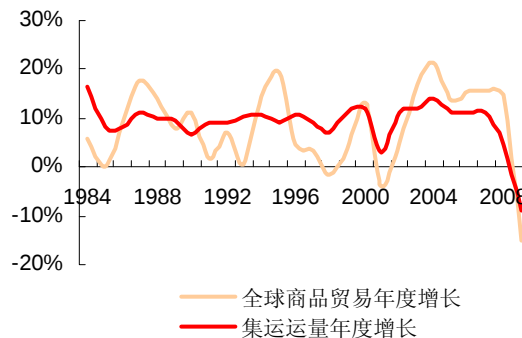
全球贸易数据透露的信息较积极。09 年全年全球商品贸易总量下降约 13%-15%，而 1 月全球商品贸易实现 12%的同比增长。宏观研究认为数据表现出明显的复苏态势。中国的进出口数据及沿海港口集装箱吞吐量的增长亦呈现稳定的复苏迹象。此前 WTO 曾预测全球贸易在 2010 年将实现 9.5%的同比增幅，高于我们此前预测的 6%-7%。考虑到集运运量历史上的变化幅度略小于全球贸易，我们将集运需求增幅略上调至 8%。这意味着，2010 年集运行业的供需增长趋于平衡，行业运价表现存在超预期的可能性。

图20、 月度全球商品贸易指数及同比增长（截至 Jan 2010）



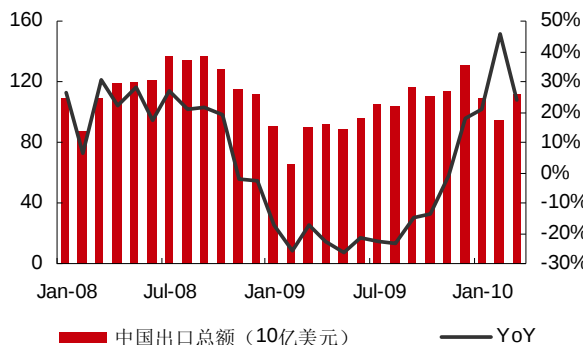
资料来源：CPB，华泰联合证券研究

图21、 年度全球贸易增长与集运运量增长（1984-2008）



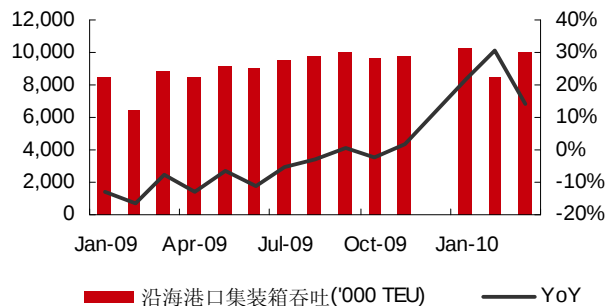
资料来源：WTO，Clarkson，华泰联合证券研究

图22、 中国出口总额（截至 2010 年 3 月）



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究

图23、 沿海港口集装箱吞吐量（截至 2010 年 3 月）



资料来源：CEIC，华泰联合证券研究

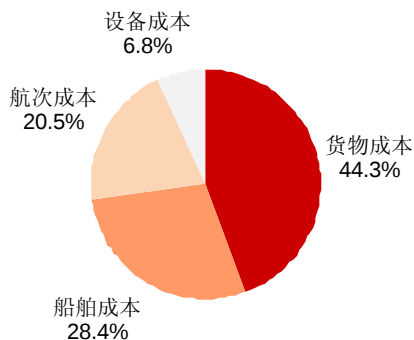
盈利有望改善但仍面临压力

鉴于对 2010 年供需差不再恶化的判断，我们认为集运业务的盈利将有望得到大幅改善。但我们认为盈利水平大幅提升仍面临来自闲置运力和成本上涨的压力。

关于经营商通过闲置运力和减速航行进行的供给控制，我们在前期报告《集运企业的战略合作》（2010/03/17）当中做了详细论述。我们认为通过闲置运力进行的供给控制默契可能在行业的盈亏平衡点到来之前被打破，而减速航行策略的可持续性较好，但仍需面对客户满意度偏好的潜在影响。

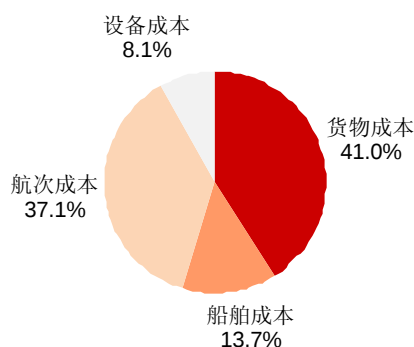
成本上涨的压力来自燃油和货物成本。燃油占了航次成本中的绝大部分，而货物成本主要包括码头费用、陆地运输和佣金、运输税等。对于集运公司而言，如果没有有效的纵向整合，除了船舶成本中自有船舶的成本、部分设备成本可控外，货物成本和航次成本，几乎都受制于供应商的价格调整。2005 年，东方海外在年报中提及，尽管全年的运价水平没有下降，甚至略有上升，但公司的利润水平仍然受到来自成本端的压力：码头装卸费用和内陆运输费用的上升，以及油价的上涨为公司的利润增长制造了困难，公司毛利由 04 年的 27% 下降至 24%。

图24、 马士基集运单箱成本结构 (2008)



资料来源：AP Moller，华泰联合证券研究

图25、 中海集运集单箱成本结构(2008)

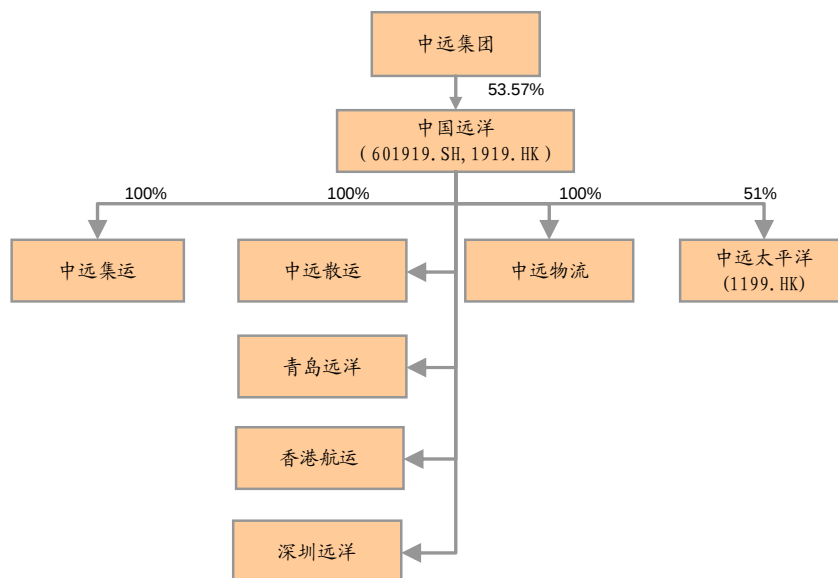


资料来源：CSCL，华泰联合证券研究

主营业务

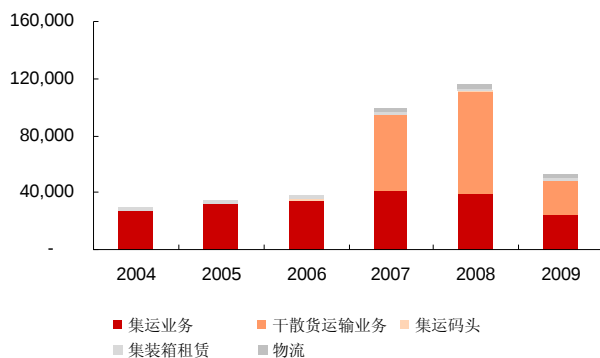
中国远洋通过全资子公司中远集运经营集装箱航运和货代业务，通过中散、青远、香港航运和深远经营干散货运输业务，通过中远物流经营第三方物流和公共船舶代理，以及通过港交所上市公司中远太平洋（1199.HK）经营码头、集装箱制造以及集装箱租赁业务。我们倾向于将其业务大体划分为干散货和集运产业链两块。

图26、 中国远洋业务结构



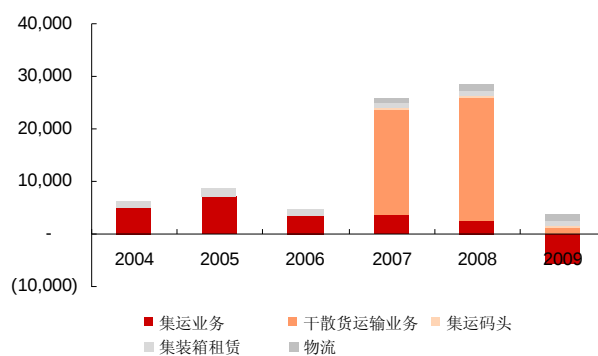
资料来源：公司资料，华泰联合证券研究

图27、 中国远洋收入分业务分布（2004-2009）



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究

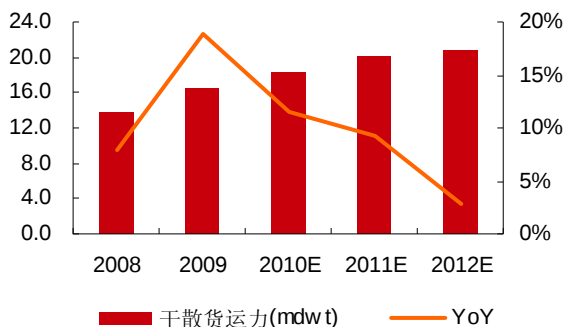
图28、 中国远洋毛利分业务分布（2004-2009）



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究

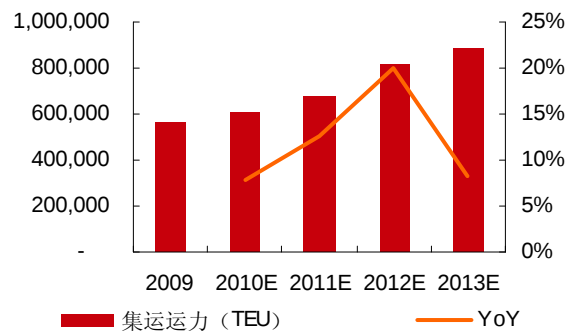
干散货资产注入后，业务在 07/08 年贡献了超过 50%的收入和 70%的毛利。2009 年，集运业务出现巨亏，干散货业务经财务调整后实现微利。而业绩调整前，干散货业务与集运业务的毛利约-14%和-24%。

图29、 中国远洋干散货运力增长



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究

图30、 中国远洋集运运力增长

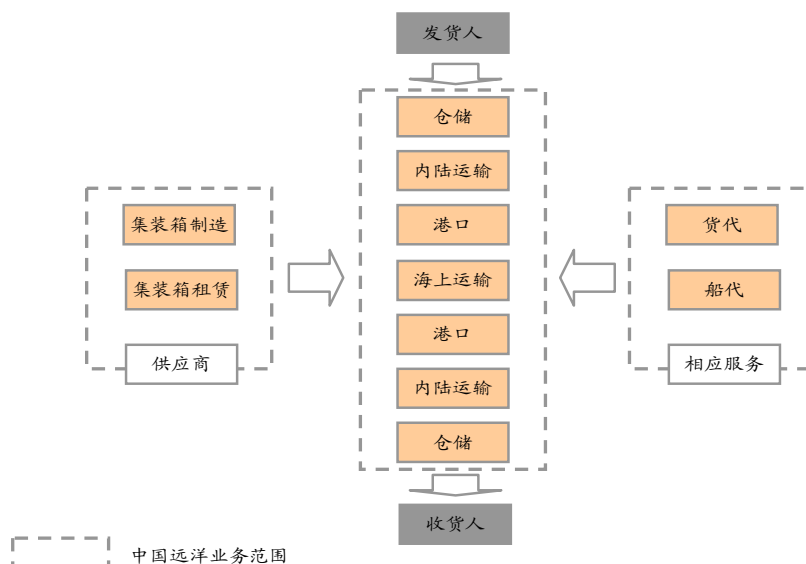


资料来源：公司信息，华泰联合证券研究

根据现有订单计划，中国远洋的干散货运力在 2010/2011 年的增量约 11.5%/9.3%；集运运力增长约 7.9%/12.6%。

而我们倾向于将中远旗下的集装箱码头、集装箱租赁、物流和船代、货代业务理解为其集运产业链的有机组成部分。集运不同于干散货运输所提供的“港到港”服务，港口和岸上物流一方面协助其将服务拓展至“门到门”范围，从而提升客户粘度；另一方面，作为集运成本项中的重要一环，这些相关业务亦大大影响着集运业务的利润率水平。

图31、 中国远洋集运产业链



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究

关于公司经营更详细的数据分析，我们在附录中加以说明。

竞争策略及优势

干散货运输：高杠杆，高风险偏好

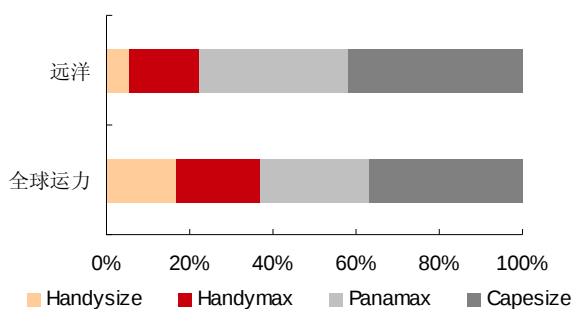
中国远洋在干散货业务领域最突出的特征在于其对风险的偏好，这种偏好体现在其对更高运价波幅的 Capesize 船型和 Panamax 船型的超配，以及其对经营杠杆的使用上。我们认为远洋因其规模和市场控制力具有驾驭风险的能力。

高杠杆，高风险偏好

中国远洋干散货业务通过租入运力实现船型配置调整和运用经营杠杆。

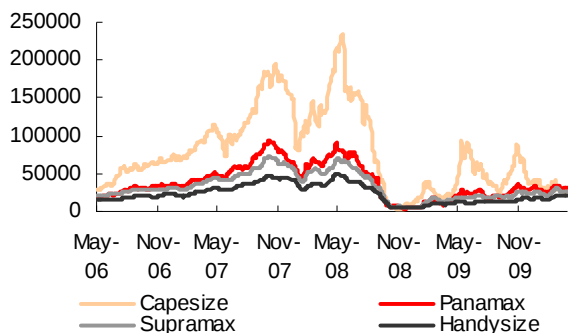
截至 09 年底，远洋经营运力中 Panamax 或更大型的船舶占比约 77%，而全球 09 年末运力中，Panamax 或更大船舶占比仅 63%。历史数据显示，Capesize 船型和 Panamax 船型的运价具有更高的波幅。远洋通过对高运价弹性船型的超配调整了其经营和业绩的风险属性，以获得更高的业绩弹性。

图 32、 远洋的船型配置与全球运力对比



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究

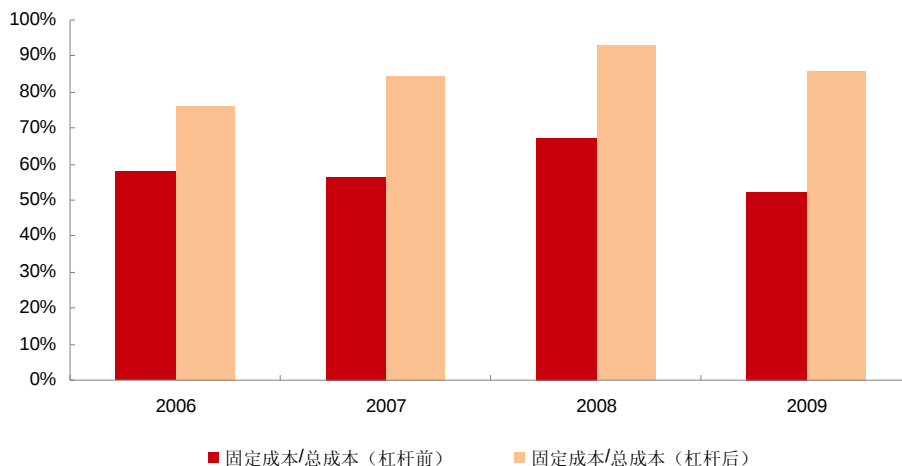
图 33、 干散货各船运价弹性



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究

经营杠杆亦是一种常用的改变经营的风险属性的手段。2006-2009 年，远洋干散货船队中租入运力占比一直维持在 60% 左右，租期从 3 个月至 6 到 7 年不等。与部分国内船东不同，中国远洋对租入运力的使用完全是出于调整船队结构和运用杠杆的考虑，与融资方式无关。在国内的可比船东中，仅有中海发展曾经尝试租入运力经营，但适逢干散货市场盛极而衰的历史时期，同时其自身对市场的控制能力亦有限，这项策略经过短暂的试水后即告终结。

图 34、 中国远洋干散货业务对经营杠杆的使用



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究

在单边行情中，经营杠杆使用的效果实质上放大了公司的业绩波动。公司在运价上涨时获得将更高的收益，而在市场下跌时，由于缺乏相应的做空机制，业绩缩水幅度将增大。在运价的震荡行情中，远洋对市场的判断和控制能力，使得杠杆经营策略得以为公司创造价值。

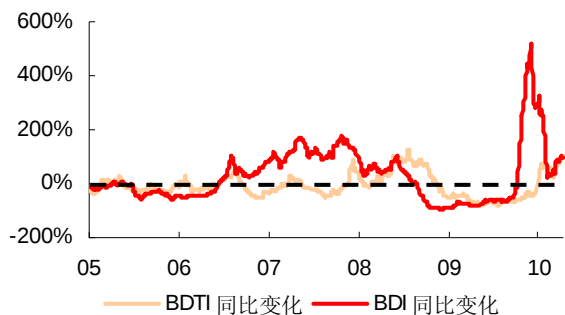
中国远洋的高风险偏好还一度表现为其利用衍生品交易增加业绩杠杆，但其在 08 年的市场下跌中为公司带来了巨额浮亏。基于风险控制的角度考虑公司不再参与运价衍生品的交易，而对燃油的套保则遵循“只做长头寸”和套保量不超过总用量 60% 的原则。回避公司所不熟悉的金融衍生品交易有助于公司集中精力于其核心业务的经营和规避风险。

投资“弹性”所在

干散货业务及其经营策略的选择，造就了远洋的“弹性”。我们理解远洋的“弹性”来自于几个层面：

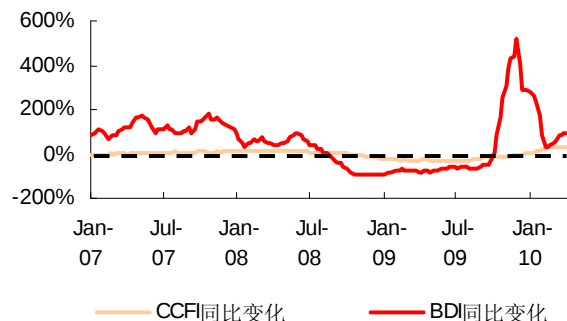
- 1) 干散货运输市场本身运价的弹性。从历史数据来看，不论是原油运输价格，还是集运价格，其波幅均远小于干散货。我们理解其原因在于：1、干散货运输的需求波动近年相较油运更大：数据显示，油运需求在近年来增长逐渐稳定，而干散货需求增长则仍处于发散的波动中。2、散货运输较集运具有更好的供给和价格的灵活性。干散货采取的是“每单议价”的交易形式，其定价的灵活性远好于采取公开报价和班轮运输的集运。

图 35、 BDI 与 BDTI 波幅对比



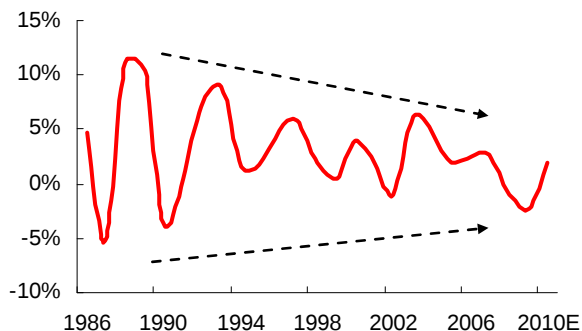
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究

图 36、 BDI 和 CCFI 波幅对比



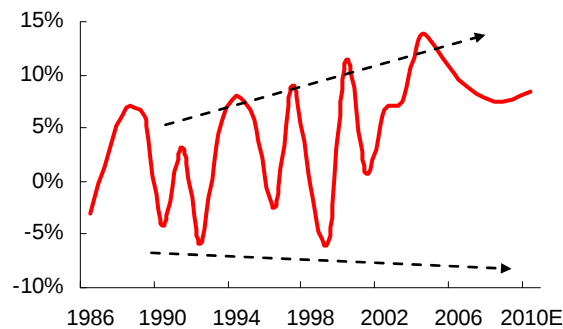
资料来源: Bloomberg, 上海航运交易所, 华泰联合证券研究

图 37、 原油需求波动趋稳



资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究

图 38、 铁矿石需求波动仍发散



资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究

- 2) 业绩对干散货运价的敏感性。船型配置和经营杠杆的使用决定了远洋的业绩对干散货运价的波动高度敏感。我们的业绩弹性测算显示, 干散货运价每比我们预测高 10%, 将为 EPS 增厚 0.20 元, 或 60%; 集运运价每比我们预测高 10%, 将增厚 EPS0.26 元, 或 79%。考虑到集运运价自身的波动性显著小于干散货运输, 我们仍认为远洋业绩的弹性主要由于干散货业务贡献。

我们仍认为目前远洋是一个高弹性的投资标的, 尽管在周期的现阶段, 运力相对过剩的背景下, 运价的弹性可能被压制。但远洋仍可以通过积极的租船策略实现对业绩弹性的追求, 同时利润基数的下降同样使得业绩对运价的敏感性增加。

集运：一“纵”一“横”

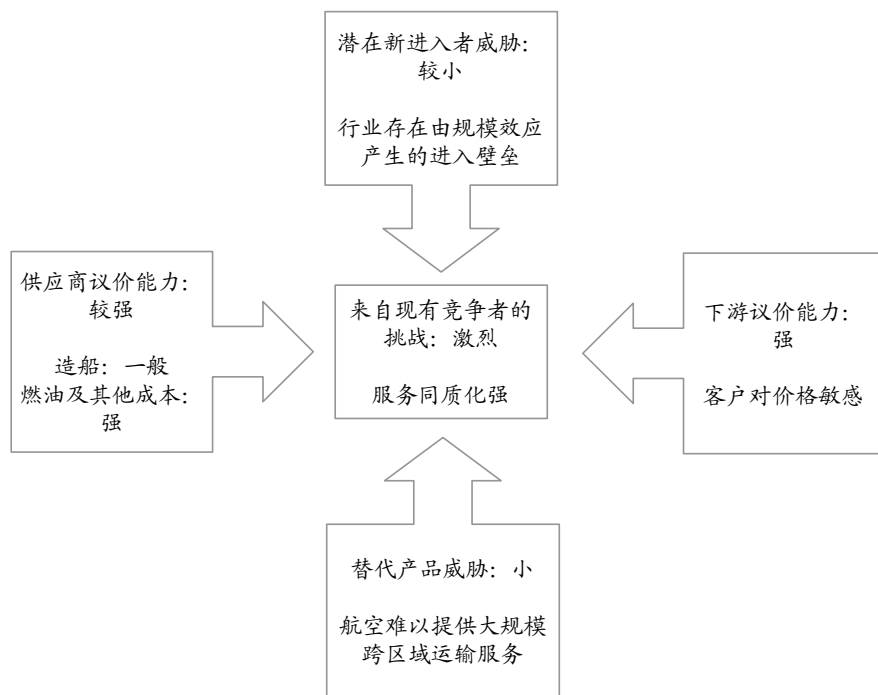
我们认为市场不应忽视，远洋在集运业务领域具有超越市场平均水平的竞争力：

- 1) 中远集运通过其业务结构为集运产业链的纵向整合提供了较好的基础。集运产业链的纵向整合可以帮助中远集运实现差异化服务、强化竞争壁垒、提升战略灵活性，以及增强对成本的控制能力。在集运行业对成本端议价能力较弱、行业内竞争同质化的背景下，纵向整合是行业发展的必然。
- 2) 中远集运在行业内横向合作的倾向较强，其通过战略联盟及非联盟合作的形式积极参与行业合作。行业的横向合作有利于提高集运企业的规模效应：提升服务覆盖面、共享营销网络、降低市场开拓风险。中远集运主导了战略联盟 CKYH，并广泛的参与各类协会组织。

我们认为中远集运的战略部署将为其确立长期的竞争优势，在行业集中度进一步提升的发展中，为其创造实现外延式增长的可能。

集运行业：波特五力分析

图39、 集运行业波特五力分析



资料来源：华泰联合证券研究

集装箱行业相较于干散货或油轮运输，具有波动性更小，平均利润率水平更低的特征。波特五力分析可以用来解读集运行业的利润率水平。我们认为集运行业利润率提升的主要障碍来自于：

- 行业内激烈的同质竞争：集运服务同质性较强，同时班轮制度使得经营者难以通过对短期市场的判断调整运力分布和选择定载时机。
- 对下游议价能力/成本转移能力的不足：国际商品贸易的发生来自于成本差异，因此集运的下游需求对价格高度敏感。这造成了集运行业对下游议价能力的缺失。行业的集中度虽然高于散货运输，但不足以保证运力供给方的定价权。
- 对上游的议价能力局限：集运行业船舶成本占成本比重较低，而对燃油、码头装卸及内陆运输成本的议价能力均不足。

我们认为集运行业集中度的进一步提升不可避免。集中度的提升将帮助行业增强议价能力，并一定程度的缓和行业内部的过度竞争。

中远集运竞争策略：一“纵”一“横”

我们将中国远洋在集运领域的竞争战略归结为一“纵”一“横”。“纵”指其在业务结构上的纵向整合。尽管中国远洋的码头、物流等业务并不以服务集运业务为核心，但其存在促进了集运业务“门到门”物流服务的发展。“横”指中远集运在与竞争对手进行战略联盟及合作，这种合作促进经营的规模效应，扩大影响力，节约成本，降低经营风险。

中国远洋在招股说明书说明其经营策略时，提及“继续寻觅扩充的机会”，即通过并购及策略联盟扩充集团的运营能力及业务范围。我们认为中远集运目前的经营策略将帮助其在集运行业获得竞争优势，在行业集中度进一步提升的大潮中占得先机。

纵向整合

纵向整合对于集运行业的必要性，根源于其对于稳定性和效率的追求。我们在前文中提到，远洋参与全物流链的运营，是目前全国最大的综合物流企业。远洋的纵向整合是其最重要的竞争策略之一，它是整个商品物流链高效化的必然结果。我们认为这种策略的重要性的意义在于：

- 1) 差异化服务的实现。如果服务的同质性是行业中过度竞争和利润率难以得以提升的原因之一，则纵向整合将提升远洋提供“门到门”物流服务的能力，实现差别化服务，提升定价能力。
- 2) 强化竞争壁垒。控制物流链，尤其是集运码头，使得集运企业在路线布局和日常经营中占有了战略优势，为竞争壁垒的强化起到了至关重要的作用。
- 3) 提升经营灵活性。我们在前文提到，如果追求灵活性，则调整航线、班期等行为带来的交易成本上升不可避免。而纵向整合可以帮助减少经营调整中的交易成本。
- 4) 纵向整合有利于物流企业规避部分成本波动。2009年，中国远洋的集装箱码头和集装箱租赁的分部间销售占比分别达到7.5%和57.6%（据港股信息披露数据，与A股信息披露存在一定的差异），而这两块业务的服务对象，无疑是远洋的集运业务。

除了其经营的码头、物流及集装箱租赁业务，中远集运还通过总包、分包、合作、合营等方式与铁路部门合作。根据中远集运的信息，目前其已经通过海铁联运网络建立了包括东北、华北至西北内陆、新欧亚陆桥，长江中上游以及西南内陆至华东、华南的多条集疏运通道。

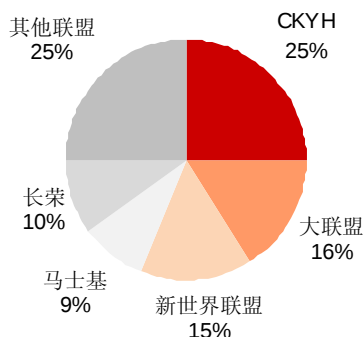
横向协作

中远集运的横向合作战略通过集运联盟、和非联盟间经营协作展开。我们在《集运企业的战略合作》（2010/03/17）报告对集运行业的战略合作的历史和发展做出了阐述。集装箱化完成后，现阶段集运企业间的战略协作主要以提升规模效应为主要目的，意在扩大市场份额、提升资源使用效率、和降低经营风险。

一）扩大市场份额

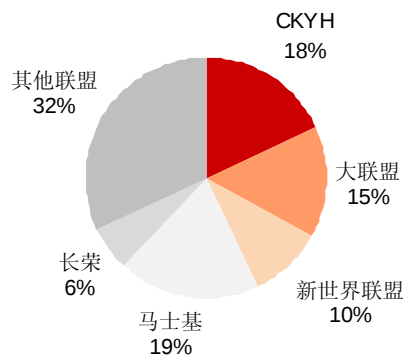
远洋在联盟 CKYH 中起着主导性的作用。中远集运自 1996 年开始与川崎、阳明开始三方合作，2002 年随着韩进的加入 CKYH 联盟正式成型。目前，CKYH 联盟共控制 155 万 TEU 的运力，居全球三大联盟之首。根据中远集运的资料，CKYH 联盟在太平洋航线市场份额居全球第一，在亚欧航线市场份额居第二。中远集运在联盟中起主导地位。CKYH 成员间协作进行舱位管理、致力于提高航线覆盖率、稳固及扩大市场份额，及协作开发新航线市场。

图40、 太平洋航线集运市场份额



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究

图41、 亚欧航线集运市场份额



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究

表2、 三大集运联盟，成员及其运力排名

联盟	联盟成员及排名
CKYH	中远集运（7），川崎（14），阳明（16），韩进（9）
伟大联盟	赫伯罗特（6），MISC（22），日本邮船（10），东方海外（12）
新世界联盟	美国总统轮船（5），现代商船（18），商船三井（13）

数据来源：华泰联合证券研究

二）共享营销网络

舱位协作的本质是共享舱位及营销网络资源，提高资源的使用效率。积极的舱位管理成为提高集运企业利润的重要途径之一。中国远洋旺季的运力闲置率仅 3%，大大低于行业均值。中国远洋目前采取的主要手段包括：

航线合并：缩减同航线的同质服务，或与其他船东联合经营班次；

舱位互换、出售：与其他船公司调换舱位，或向较小规模公司出售舱位，实质在于共享揽货资源降低揽货成本。

远洋将自身的舱位管理策略描述为寻求一切可能的契机，我们认为这种积极的竞争策略有助于帮助中远集运提高其利润水平。

图42、 集运联盟与非联盟运力的船舶使用率

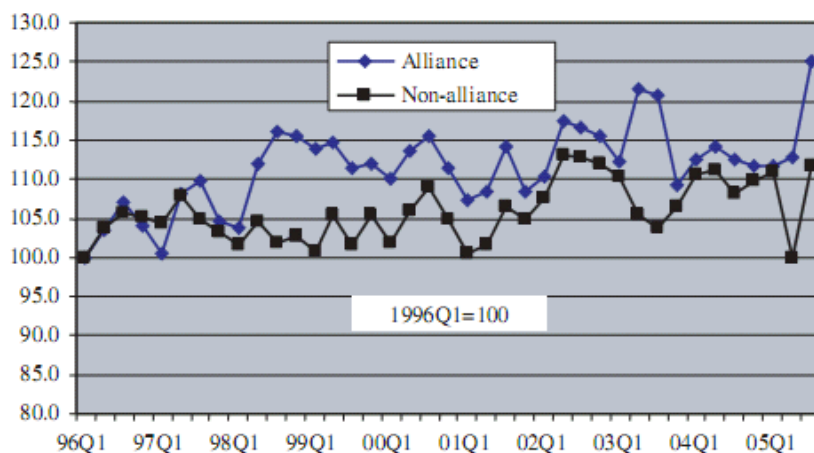


Figure 3. Index of capacity utilization alliance vs. non-alliance 1996Q1–2005Q3.

资料来源：Michael Fusillo (2006)，华泰联合证券研究

三）降低经营风险

共同投船是集运运营商之间约定在某一航线各提供一定数量的船舶，共同经营的行为。共同投船可以协助运营商降低经营成本，增加航线覆盖范围，共同承担风险。除了在既有航线和新开辟航线经营中减小单一企业承担的风险，共同投船还可以协助集运公司增加航线的覆盖范围，增加投资的分散性，规避区域经济波动的系统性风险。

财务模型

干散货运输

我们预测中国远洋干散货业务在 2010/2011 年的收入增长将为 37%和 19%。我们的财务模型中干散货业务在 2010 年将实现 7.8%和 7.4%的有效船天数增长。我们预测远洋干散货业务的运价（TCE）将在 2010/2011 年分别提升 30.3%和 11.4%。

表3、 中国远洋干散货业务收入模型

	2007	2008	2009	2010E	2011E
干散货业务收入	53,385	71,611	27,379	35,347	41,557
等价期租收入	45,267	54,468	18,704	25,708	30,681
YoY		20.3%	-65.7%	37.4%	19.3%
有效船天数	145,277	149,629	151,827	163,732	175,907
YoY		3.0%	1.5%	7.8%	7.4%
平均期租水平	40,958	52,377	18,011	23,466	26,140
YoY		27.9%	-65.6%	30.3%	11.4%
航次成本	5,012	7,603	5,241	5,989	6,585
YoY		51.7%	-31.1%	14.3%	9.9%
干散货运输成本	33,462	48,404	26,092	29,562	35,835
YoY		44.7%	-46.1%	13.3%	21.2%
干散货业务毛利	19,922	23,207	1,287	5,785	5,722
毛利率	37.3%	32.4%	4.7%	16.4%	13.8%

数据来源：公司信息，华泰联合证券研究

表4、 中国远洋干散货运输业务成本

	2007	2008	2009	2010E	2011E
干散货运输成本	33,462	48,404	26,092	29,562	35,835
航次成本	5,012	7,603	5,241	5,989	6,585
YoY		51.7%	-31.1%	14.3%	9.9%
船舶成本	28,077	39,852	24,170	24,592	28,850
YoY		41.9%	-39.4%	1.7%	17.3%
折旧	2,180	1,709	1,280	1,355	1,440
YoY		-21.6%	-25.1%	5.9%	6.3%
经营租赁费用	21,407	33,460	19,892	20,187	24,269
YoY		56.3%	-40.5%	1.5%	20.2%
其他船舶成本	4,490	4,683	2,998	3,050	3,142
拨备冲回	-	-	(5,235)	(1,419)	-
其他	373	949	1,916	400	400

数据来源：公司信息，华泰联合证券研究

集装箱运输

我们预测 2010/2011 年中国远洋集运业务收入将实现 37%和 12%的收入增长，其中隐含的假设是运量增长 11.1%/8%和运价增长 30.9%/5%。由于航次成本和船舶成本的相应增长，我们预测集运业务在 2010 年仅实现微利。2010/2011 年的毛利率约 2.8%/8.1%。

表5、 中国远洋集运业务收入及毛利

	2007	2008	2009	2010E	2011E
集运业务收入	40,969	39,081	23,839	32,639	36,657
班轮业务收入	39,240	37,271	21,249	29,983	34,000
运量(千标箱)	5,709	5,793	5,234	5,817	6,282
YoY		1.5%	-9.6%	11.1%	8.0%
平均运价(美元/标箱)	904	926	593	777	816
YoY		2.5%	-35.9%	30.9%	5.0%
其他业务	1,729	1,810	2,590	2,657	2,657
集运业务成本	37,095	36,463	29,589	31,718	33,705
集运业务毛利	3,874	2,618	(5,750)	921	2,952
毛利率	9.5%	6.7%	-24.1%	2.8%	8.1%

数据来源：公司信息，华泰联合证券研究

分业务收入及毛利水平

表6、 中国远洋分业务收入及毛利

收入	2007	2008	2009	2010E	2011E
集装箱航运及相关业务	40,969	39,081	23,839	32,639	36,657
干散货航运及相关业务	53,385	71,611	27,379	35,347	41,557
集装箱码头及相关业务	399	650	868	998	1,098
集装箱租赁	1,952	1,853	1,589	1,795	1,939
物流	2,455	2,893	3,071	3,471	3,644
小计	99,161	116,088	56,746	74,251	84,895
公司内各业务部门相互抵销	(1,028)	(1,119)	(1,029)	(1,080)	(1,134)
合计	98,132	114,968	55,717	73,171	83,761
毛利					
集装箱航运及相关业务	3,874	2,618	(5,750)	921	2,952
干散货航运及相关业务	19,922	23,207	1,287	5,785	5,722
集装箱码头及相关业务	206	317	274	349	406
集装箱租赁	935	993	796	915	1,008
物流	1,023	1,291	1,351	1,562	1,676
合计	25,951	28,423	(2,025)	9,534	11,765
毛利率					

集装箱航运及相关业务	9.5%	6.7%	-24.1%	2.8%	8.1%
干散货航运及相关业务	37.3%	32.4%	4.7%	16.4%	13.8%
集装箱码头及相关业务	51.6%	48.8%	31.5%	35.0%	37.0%
集装箱租赁	47.9%	53.6%	50.1%	51.0%	52.0%
物流	41.7%	44.6%	44.0%	45.0%	46.0%

数据来源：公司信息，华泰联合证券研究

其他假设

投资收益

2009 年，公司在投资收益中计入了 FFA 结算损失 25 亿，在公允价值变动中计入收益 35 亿，净收益 9.9 亿。因公司目前持有的 FFA 头寸已大幅降低，我们假设 2010 年 FFA 结算产生的净收益影响极小。我们假设公司在合资、联营公司投资获取的收益因经济复苏小幅上涨至 15 亿。

营业外收支

营业外收入仅计入政府补贴部分，假设 2010 年公司因高价租入船舶合约逐渐到期，将不再为亏损合约计提损失。（2009 年计提额约 14.2 亿，计入营业外支出）

税率

我们在模型中采用的 2010 年有效税率约为 20%，与 09 年持平。在与公司的沟通中，公司未就 2010 年适用税率给出建议。公司表示，由于公司 2009 年度大幅亏损，不排除在 2010 年的税务处理中有所反应的可能。但具体的税率仍有待公司财务部门决定。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	55197	37980	32001	37160	营业收入	55735	73172	83761	93459
现金	44198	26519	21215	25000	营业成本	57760	63638	71996	80432
应收账款	4819	6878	5629	6379	营业税金及附加	523	686	787	877
其他应收款	2088	1417	1695	1933	营业费用	133	146	168	187
预付账款	1869	1591	1800	2011	管理费用	4577	4756	5026	5140
存货	1956	1273	1440	1609	财务费用	664	1316	1462	1458
其他流动资产	268	303	222	229	资产减值损失	-40	0	0	0
非流动资产	83422	91152	97325	103797	公允价值变动收益	3469	0	0	0
长期投资	10759	10544	11598	12758	投资净收益	-1251	1500	1500	1500
固定资产	50148	54747	58826	61025	营业利润	-5663	4129	5822	6865
无形资产	2667	2667	2667	2667	营业外收入	1035	1150	1350	1418
其他非流动资产	19848	23194	24234	27346	营业外支出	1685	0	0	0
资产总计	138620	129132	129326	140957	利润总额	-6313	5279	7172	8282
流动负债	27068	36646	36512	36388	所得税	424	1056	1434	1656
短期借款	3703	11235	12042	8966	净利润	-6737	4224	5738	6626
应付账款	10058	11455	12959	14478	少数股东损益	804	901	991	1090
其他流动负债	13306	13956	11510	12945	归属母公司净利润	-7541	3323	4747	5536
非流动负债	58159	34838	29112	34178	EBITDA	-1572	9688	11895	13265
长期借款	40976	28976	23976	28976	EPS (元)	-0.74	0.33	0.46	0.54
其他非流动负债	17183	5861	5136	5201	主要财务比率				
负债合计	85227	71484	65624	70566	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	10571	11471	12462	13552	成长能力				
股本	10216	10216	10216	10216	营业收入	-51.5%	31.3%	14.5%	11.6%
资本公积	29693	29693	29693	29693	营业利润	-128.9%	-27.1%	41.0%	17.9%
留存收益	4523	7846	12593	18129	归属于母公司净利润	-169.6%	-55.9%	42.9%	16.6%
归属母公司股东权益	42822	46177	51240	56839	获利能力				
负债和股东权益	138620	129132	129326	140957	毛利率 (%)	-3.6%	13.0%	14.0%	13.9%
现金流量表					净利率 (%)	-13.5%	4.5%	5.7%	5.9%
单位: 百万元					ROE (%)	-17.6%	7.2%	9.3%	9.7%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC (%)	-9.5%	7.0%	8.6%	9.2%
经营活动现金流	-5879	9333	10491	12497	偿债能力				
净利润	-6737	4224	5738	6626	资产负债率 (%)	61.5%	55.4%	50.7%	50.1%
折旧摊销	3427	4242	4610	4943	净负债比率 (%)	56.58%	61.12%	59.27%	58.70%
财务费用	664	1316	1462	1458	流动比率	2.04	1.04	0.88	1.02
投资损失	1251	-1500	-1500	-1500	速动比率	1.97	1.00	0.84	0.98
营运资金变动	-1286	1522	159	1079	营运能力				
其他经营现金流	-3198	-470	22	-109	总资产周转率	0.44	0.55	0.65	0.69
投资活动现金流	-11094	-10266	-9524	-9915	应收账款周转率	10	12	13	15
资本支出	11182	11610	10259	10416	应付账款周转率	6.36	5.92	5.90	5.86
长期投资	-10	122	857	1002	每股指标 (元)				
其他投资现金流	78	1466	1592	1502	每股收益 (最新摊薄)	-0.74	0.33	0.46	0.54
筹资活动现金流	29185	-16746	-6271	1204	每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.58	0.91	1.03	1.22
短期借款	2349	7532	807	-3076	每股净资产 (最新摊薄)	4.19	4.52	5.02	5.56
长期借款	20518	-12000	-5000	5000	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	-15.84	35.94	25.16	21.57
资本公积增加	1253	0	0	0	P/B	2.79	2.59	2.33	2.10
其他筹资现金流	5066	-12279	-2077	-720	EV/EBITDA	-84	14	11	10
现金净增加额	12271	-17679	-5304	3785					

数据来源: 华泰联合证券研究所。

敏感性分析

根据我们的敏感性分析,干散货运价每比我们的预测高 10%,将提升 EPS 约 0.20 元 (或约 60%),其中隐含的假设是经营性租赁成本相应上升约 5%;集运运价每比我们的预测高 10%,将提升 EPS 约 0.26 元 (或约 79%)。

表7、中国远洋 EPS 对运价的敏感性测算

	变化幅度	2010 EPS
干散货运价	+10%	0.53
集运运价	+10%	0.58

数据来源:公司信息,华泰联合证券研究

投资评级

我们给予中国远洋“增持”的评级,主要原因在于:

- 1) **基本面向好:** 我们认为目前干散货运输行业正处于周期的相对低位,运价的下行风险极小。在全球经济回暖,需求持续回升的背景下,我们认为 BDI 的均值将不断得以抬升。集运行业将在 2010 年正式走出周期低谷,告别“最坏的时候”。全球贸易亦存在超预期恢复的可能性。
- 2) **盈利改善:** 航运公司的盈利水平在 2010 年将出现大幅改善。干散货行业因运价的提升,利润率将得到大幅改善;集运行业亦有可能走出亏损的泥潭,实现盈亏平衡。
- 3) **竞争优势:** 我们认为中国远洋在其业务领域具有超越市场的竞争优势。在干散货业务领域的杠杆经营将帮助其在运价上升的趋势中获取更高的收益;而在集运业务领域,纵向整合和横向协作策略将协助其更好的获取规模效应。

催化因素

运价上涨是中国远洋股价提升的最重要催化因素。作为市场投资远洋干散货运输的唯一标的,中国远洋的股价可能受到 BDI 上涨的影响。短期内 BDI 上涨的动力可能来自于长协敲定后三大矿发货量的恢复。

集运运价超预期的上涨亦可能催化股价。我们认为集运运价上涨可能来自于需求的超预期恢复和经营者的运力控制。

潜在风险

我们认为中国远洋作为一个高贝塔的投资标的，其主要投资风险来自于系统性风险。经济复苏进程低于预期可能导致行业层面的运价低迷，同时也可能带来系统性的估值的下行压力。

干散货行业的主要投资风险仍来自于供给的过剩。全行业而言，尽管目前没有观察到显著的供给恶化，但亦没有显现明确的好转迹象。而 Capesize 船的交付在 3 月创出新高，亦加剧了市场对于供给过剩的担忧。在需求趋暖的背景下，运力的过剩供给可能压抑运价的反弹。

集运行业的主要投资风险来自于过高的估值，和缺乏新的贸易增长点下对行业长期利润率的担忧。

可比公司估值

表8、 A 股航运公司估值

	PE 10	PE 11	PB 10	PB 11	ROE 10	ROE 11	EBIT 比率 10	EBIT 比率 11
宁波海运	na	26.2	na	na	na	8.4%	na	na
中海海盛	41.4	31.7	na	na	na	na	na	na
招商轮船	16.6	13.9	1.6	1.5	9.4%	10.4%	38.0%	39.0%
长航油运	20.0	15.0	2.0	1.6	10.6%	11.5%	16.3%	18.4%
中远航运	31.6	15.9	2.7	2.3	8.8%	15.5%	na	na
中海发展	14.9	15.5	1.6	1.4	9.2%	9.8%	26.0%	26.0%
中海集运	neg	23.4	2.1	1.9	-2.7%	6.5%	4.5%	14.4%
均值	24.9	20.2	2.0	1.8	7.1%	10.4%	21.2%	24.4%
中国远洋	36.6	26.3	2.7	2.4	7.6%	9.5%	5.8%	8.8%

数据来源: WIND, 华泰联合证券研究

表9、 国际可比航运公司估值

干散货	PE 10	PE 11	PB 10	PB 11	ROE 10	ROE 11	EBIT 比率 10	EBIT 比率 11
Korea Line	neg	22.0	1.3	1.3	-18.5%	3.1%	-1.5%	2.7%
Pacific Basin	14.8	12.6	1.0	1.0	6.9%	8.0%	13.4%	13.8%
Precious Shipping	11.3	7.7	1.1	1.0	9.5%	13.8%	38.2%	41.6%
Sincere Navigation	8.4	8.4	1.4	1.3	20.1%	16.9%	na	na
Sinotrans Shipping	14.6	12.1	0.9	0.8	6.0%	6.7%	36.0%	35.3%
Stx Pan Ocean	23.9	14.5	1.1	1.0	4.9%	7.6%	3.1%	4.8%
TTA	12.0	8.5	0.6	0.5	4.9%	7.0%	9.6%	11.9%
U-MING	11.5	13.2	1.8	1.6	16.0%	16.8%	34.7%	30.2%
均值	13.8	14.6	1.2	1.2	5.6%	9.4%	16.8%	18.2%
集运	PE 10	PE 11	PB 10	PB 11	ROE 10	ROE 11	EBIT 比率 10	EBIT 比率 11
CSCL	neg	27.8	1.3	1.3	-2.2%	5.0%	-1.2%	5.6%
Evergreen	neg	15.1	1.1	1.0	0.5%	3.6%	-0.8%	3.2%
Hanjin	neg	17.8	0.2	0.2	-14.2%	-2.7%	0.2%	3.3%
HMM	neg	35.2	2.1	2.1	-0.8%	4.2%	2.2%	3.6%
NOL	neg	17.7	1.5	1.4	-6.1%	7.3%	-1.8%	2.9%
OOIL	9.3	15.8	1.0	1.0	19.4%	5.8%	3.4%	5.8%
Wan Hai	33.1	17.5	1.5	1.4	7.2%	8.4%	1.1%	4.0%
Yang Ming	neg	14.2	1.0	0.8	-8.0%	9.6%	0.9%	4.4%
均值	21.2	20.1	1.2	1.1	-0.5%	5.1%	0.5%	4.1%

数据来源: Bloomberg, 华泰联合证券

附录：公司经营

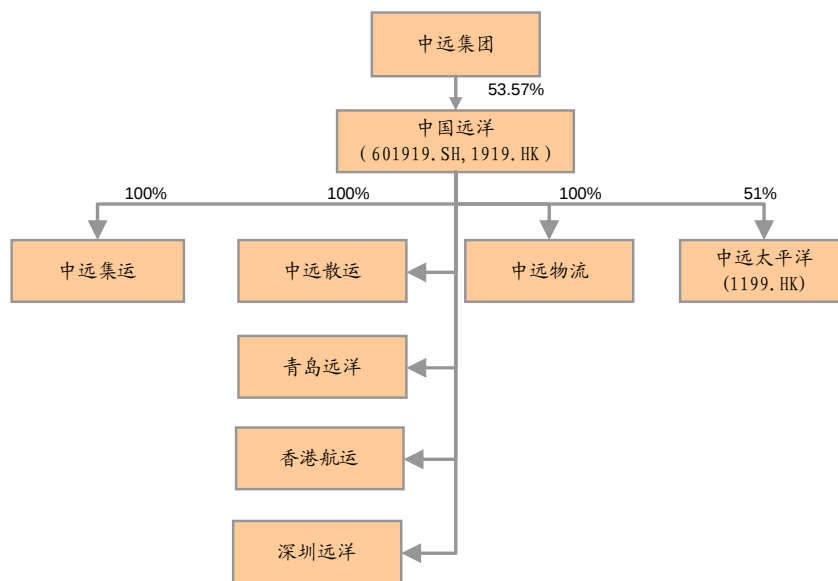
公司背景

中国远洋控股股份有限公司隶属于中远集团，主要经营干散货运输及集装箱运输，同时拥有码头、集装箱制造及租赁以及物流等业务。公司 2005 年 6 月在港交所上市，2006 年 5 月向母公司收购中远物流 51% 股权；07 年 6 月在 A 股上市，同年通过定向增发募集资金收购母公司干散货资产，实现了目前的“集运产业链+干散货航运”业务构架。

主营业务

中国远洋通过全资子公司中远集运经营集装箱航运和货代业务，通过中散、青远、香港航运和深远经营干散货运输业务，通过中远物流经营第三方物流和公共船舶代理，以及通过港交所上市公司中远太平洋（1199.HK）经营码头、集装箱制造以及集装箱租赁业务。我们倾向于将其业务大体划分为干散货和集运产业链两块。

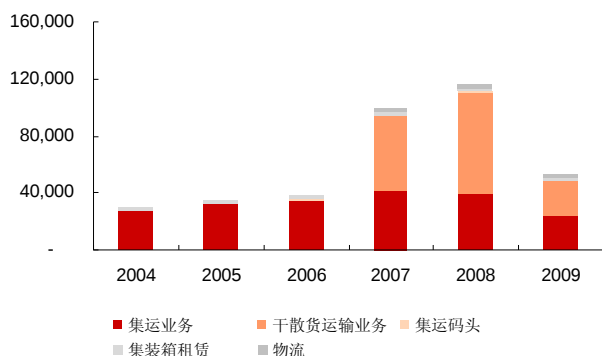
图43、 中国远洋业务结构



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究

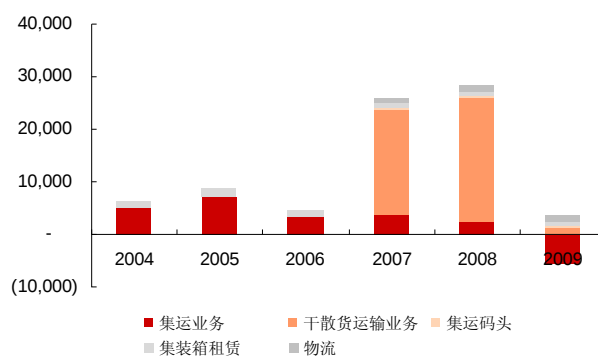
远洋干散货资产的注入在时间上适逢干散货运输周期的顶点时期。干散货运输业务在 2008 年为远洋贡献了 77% 和 82% 的毛利。远洋自此被打上“干散货运输公司”和“高贝塔”的烙印。2008 年末，全球遭遇经济危机，BDI 触顶后远洋亦遭遇了利润大幅下滑。除了码头、集装箱租赁和物流业务相对稳定，航运业务在 09 年均出现亏损。

图44、 中国远洋收入分业务分布（2004-2009）



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究

图45、 中国远洋毛利分业务分布（2004-2009）



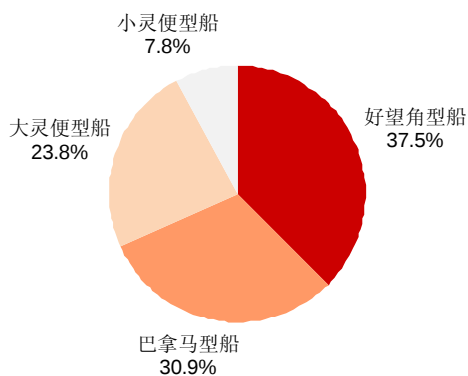
资料来源：公司信息，华泰联合证券研究

干散货运输业务

运力规模

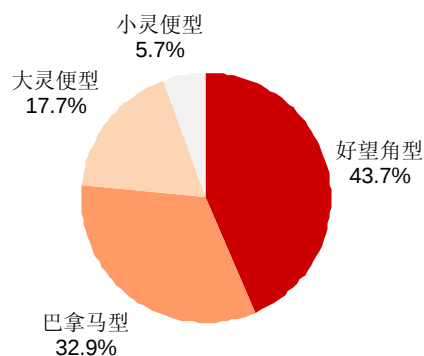
中国远洋是目前全球最大的干散货船东。截至2009年末，中国远洋干散货船队运力共3657万载重吨，占当时全球运力的7.7%。其中自有运力1655万载重吨，占其船队总运力的45%，平均船龄约13.6年。参考历史数据，中国远洋干散货船队的租入运力占比在约60%左右。

图46、 中国远洋自有散货运力分布（截至2009年）



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究

图47、中国远洋全部散货运力分布（截至2009年）

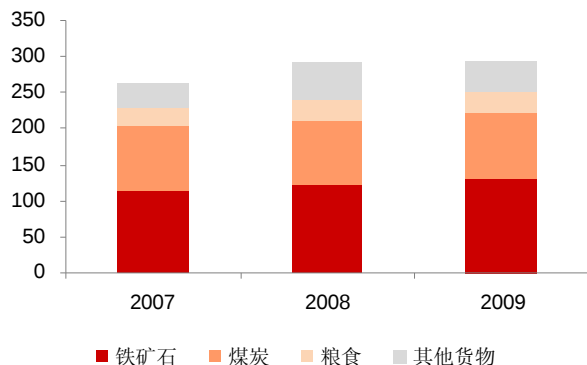


资料来源：公司信息，华泰联合证券研究

业务结构

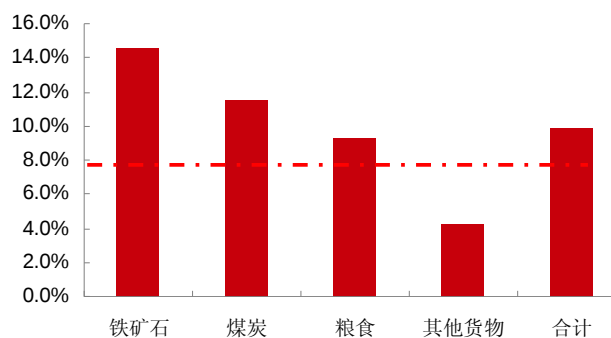
中国远洋的干散货运输业务以铁矿石和煤炭为主，运量占比约为四分之三，高于全球 57% 的比例。2009 年，中国远洋的铁矿石和煤炭运输约占全球市场份额的 15% 和 12%，而各货种平均市场份额则达 10%，略高于其运力所占全球比例，显示了远洋高于其他竞争者的船舶使用率。

图 48、 中国远洋干散货运量分布



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究

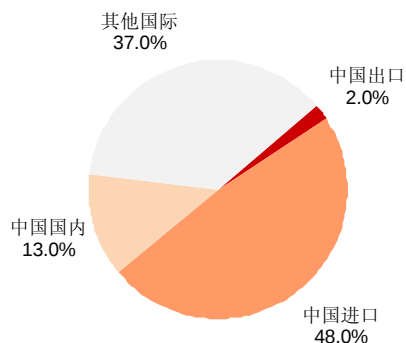
图 49、 中国远洋干散货业务占全球业务量比例（2009）



资料来源：公司信息，Clarkson，华泰联合证券研究

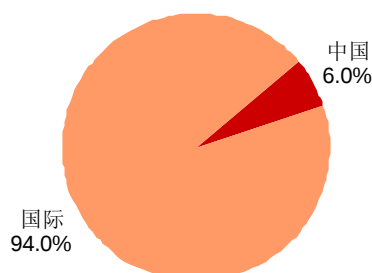
09 年，中国远洋干散货业务按照地区划分，资源进口占比约一半，其他国际业务占比约 37%。比照历史数据，中国远洋在 07-08 年其他国际业务占比更高，约占到业务总量的一半，而资源进口则占 35% 左右。我们判断这与 2009 年全球经济衰退和中国的经济刺激计划有关。中国远洋的沿海业务贡献收入占比约 6%，沿海市场的变化对远洋业绩影响不大。

图 50、 中国远洋干散货业务量分地区（2009）



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究

图 51、 中国远洋干散货收入分地区（2009）



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究

利润水平

图52、 中国远洋干散货业务历史毛利率（2004 - 2009）



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究

干散货资产注入后，07-08 年实现了较好的利润水平。2007/08 年的干散货业务毛利率达到 37%和 32%，毛利分别达到 199 亿和 232 亿。09 年干散货业务因全球运价的深幅下挫急速下跌，剔除非经常性业务后的毛利约为负 35.9 亿，毛利率约负 14%。

运力增长

表10、 中国远洋干散货船队运力

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
好望角型船	3.5	3.3	3.7	4.4	4.6	5.6
巴拿马型船	4.6	4.5	4.7	5.1	5.3	5.9
大灵便型船	3.7	3.7	3.9	3.9	4.2	4.3
小灵便型船	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
VLOC	0.0	0.0	0.3	1.8	3.0	3.0
合计	13.1	12.9	13.9	16.5	18.5	20.2
好望角型船		-4.3%	10.6%	19.7%	4.6%	22.2%
巴拿马型船		-2.2%	4.3%	7.9%	4.5%	10.8%
大灵便型船		0.2%	4.7%	1.9%	7.2%	2.7%
小灵便型船		1.4%	-0.1%	-1.8%	-	-
VLOC				499.4%	66.6%	-
合计		-1.7%	7.9%	19.0%	11.5%	9.3%

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究

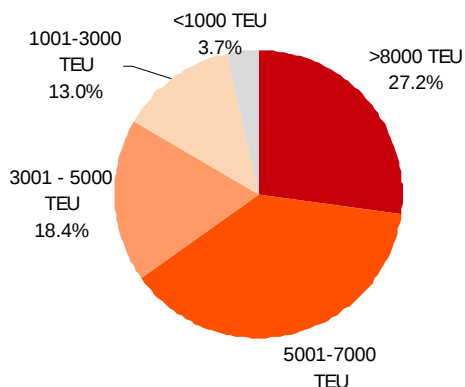
根据中国远洋公布的新造船交付计划,我们计算了中国远洋 2009-2011 年的年终运力增长。中国远洋在 2010/2011 年年终运力增长将分别达 11.5%和 9.3%。

集运业务

运力规模

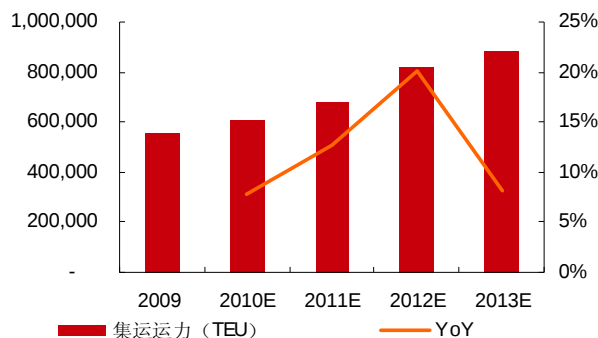
中远集运截至 2010 年 4 月,共有集装箱船 58 万标箱。在全球集运运营商中排名第六,占全球集运总运力的 4%。其中 5000TEU 以上的运力占比超过 60%。

图 53、 中国远洋集运运力分布 (截至 2010 年 2 月)



资料来源: 公司信息, 华泰联合证券研究

图 54、 中国远洋集运运力增长规划 (2009)



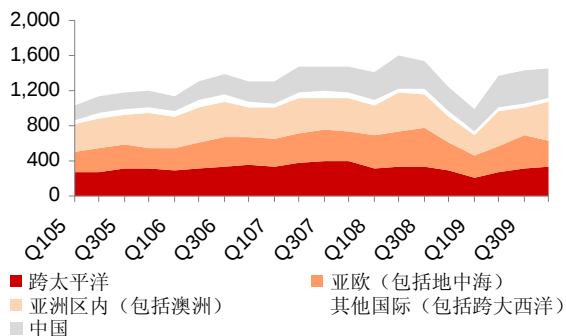
资料来源: 公司信息, 华泰联合证券研究

业务结构

在运量上,中远集运在跨太平洋、亚欧和亚洲区内业务规模相当,占远洋总运量的 2/3 以上。中国国内业务自 05 年持续稳步增长,业务量贡献也由 05 年的 15%左右上升到 09 年的 25%左右。

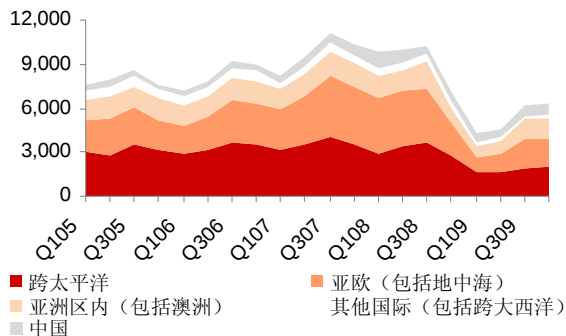
从收入角度考虑,跨太平洋和亚欧业务贡献了超过 60%的收入,亚欧板块的贡献较为稳定。中国沿海业务的收入贡献由 05 年的 4.5%左右上升至 09 年的超过 10%。

图 55、 中国远洋集运运量分布 (千标箱)



资料来源: 公司信息, 华泰联合证券研究

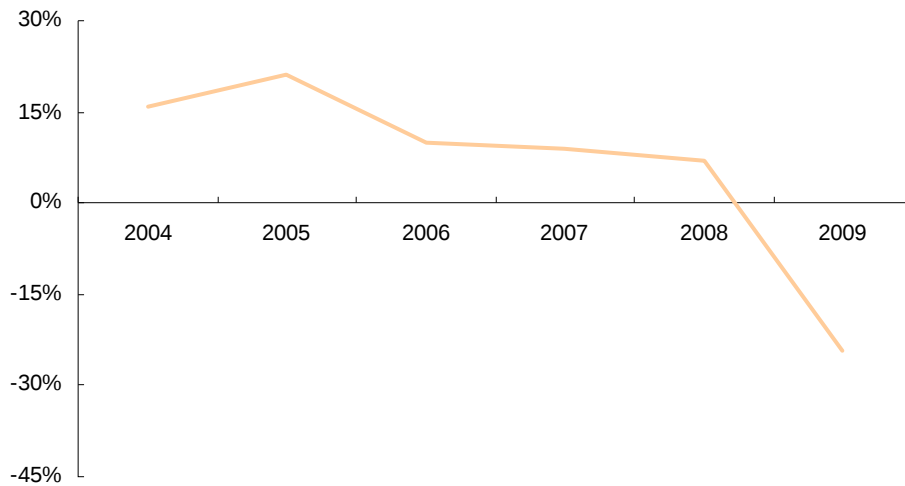
图 56、 中国远洋集运收入分布 (百万元)



资料来源: 公司信息, 华泰联合证券研究

利润水平

图 57、 中国远洋集运业务历史毛利率（2004 - 2009）



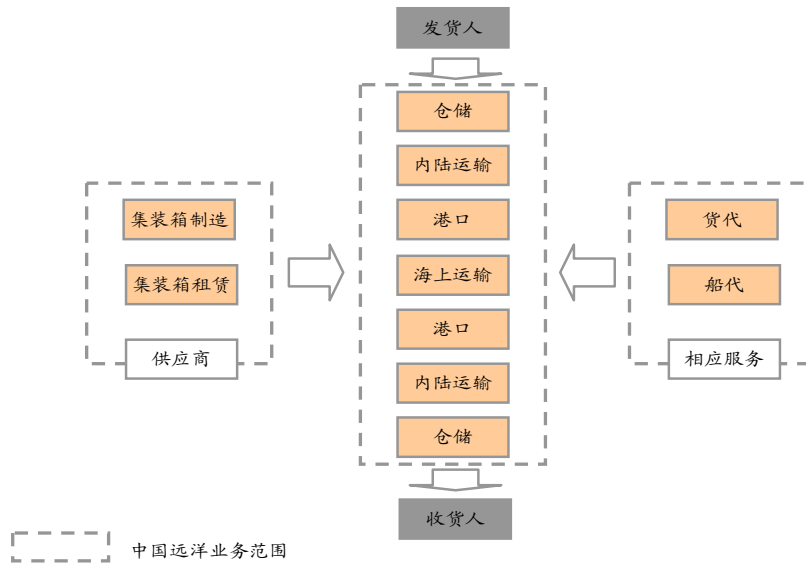
资料来源：公司资料，华泰联合证券研究

中远集运业务的毛利率水平均值低于干散货业务，这与集运业务的行业属性相关。2004-2008 年，集运业务的毛利率均值为 12.6%。2009 年，集运业务遭遇全球经济环境恶化冲击，毛利率为负 24%。

其他相关业务

而我们倾向于将中远旗下的集装箱码头、集装箱租赁、物流和船代、货代业务理解为其集运产业链的有机组成部分。集运不同于干散货运输所提供的“港到港”服务，港口和岸上物流一方面协助其将服务拓展至“门到门”范围，从而提升客户粘度；另一方面，作为集运成本项中的重要一环，这些相关业务亦大大影响着集运业务的利润率水平。

图58、 中国远洋集运产业链



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究

集运码头

中国远洋通过控股子公司中远太平洋（1199.HK）经营集装箱码头业务。中远太平洋的集运码头在全球排名第五。截至2009年，中远太平洋持股的码头公司达到28家，其中控股公司6家。持股泊位数142个，除集运码头外，还包括2个汽车码头泊位和8个散货码头泊位。

Takayuki Mori 将码头运营商分为三类，代表了不同的战略取向。中国远洋的码头业务属于第三类，即并非以单纯的盈利为目的，而是追求产业链的价值最优化。

表11、 码头经营者分类

分类	特征	代表公司
港口、物流行业	以港口运营为主业，追求盈利(Profit Center)	PSA, DP World, HHLA, HPH, SSA Marine, Grup TCB
集运行业	以集运为主业，码头经营目的为降低集运成本(Cost Center)	Evergreen, Yang Minf, Hanjin, Kline, MISC, MOL
	母公司经营集运，但子公司独立经营第三方物流，同时服务内、外部客户	中远太平洋, AMPT, NYK

数据来源：University of Marketing and Distribution，华泰联合证券研究

中远太平洋在 07 年明确提出了“四个战略转变”：由投资参股码头向控股码头转变；由投资中国市场码头，向投资以中国市场为主，向全球发展；由集运码头投资多元化向码头投资多元化转变；由追求利润为中心，向追求码头企业价值最大化转变。这些战略如果仅放在码头业务中来理解，则可能只是众多战略倾向中的一种，但如果放到中国远洋大业务结构中理解，则可以发现，这些战略的指向都是物流产业链纵向整合的需求。

表12、 中远太平洋持股集运码头

	泊位数	营运中泊位	年处理能力
集装箱码头总泊位数 / 年处理能力	132	96	52,050,000 (TEU)
汽车码头总泊位数 / 年处理能力	2	2	600,000 (辆)
散杂货总泊位数 / 年处理能力	8	8	9,050,000 (吨)
码头总泊位数	142		

数据来源：公司信息，华泰联合证券研究

表13、 中远太平洋控股集运码头

码头公司	持有股份	泊位 (个)	泊位水深(米)	岸线长度(米)	年处理能力(TEU)
张家港永嘉集装箱码头有限公司	51%	3	10	722	1,000,000
扬州远扬国际码头有限公司	56%	2	12	600	700,000
		5	8-12	1,102	6,550,000 (吨散杂货)
泉州太平洋集装箱码头有限公司	71%	4	7.0-15.1	1361	2,000,000
		2	5.1-9.6	315	1,000,000 (吨散杂货)
晋江太平洋港口发展有限公司	80%	2	10.2-14.0	688	800,000
		3	7.9-9.8	850	4,200,000 (吨散杂货)
厦门远海集装箱码头有限公司	70%	4	17	1508	2,800,000
Piraeus Container Terminal SA	100%	6	14.0-16.0	2783	3,700,000

数据来源：公司信息，华泰联合证券研究

2009 年，海外码头资产贡献了 10% 的总吞吐量。随着中远太平洋的战略转变“由投资中国码头市场，向投资以中国市场为主，同时向全球市场发展的转变”的推进，海外地区的码头投资和其吞吐量贡献占比逐步提升。

图59、 中远太平洋集运码头分区域吞吐占比(2009)

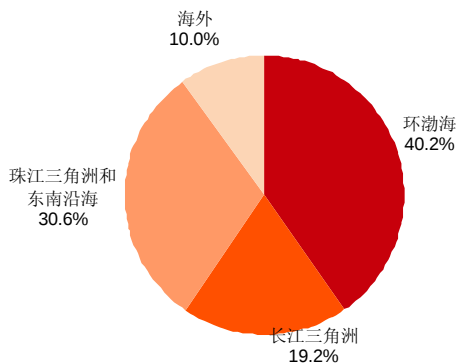
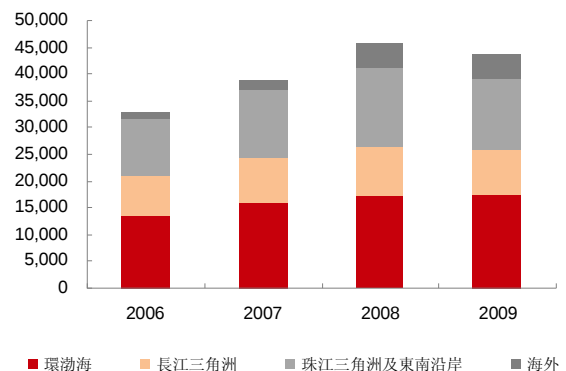


图60、 中远太平洋集运码头分区域吞吐占比(2009)



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究

资料来源：公司信息，华泰联合证券研究

集装箱租赁

中远太平洋通过子公司佛罗伦经营集装箱租赁业务。截至 2009 年末，佛罗伦共管理 158 万标箱，占全球集装箱租赁市场份额的 14.3%，排名全球第二。

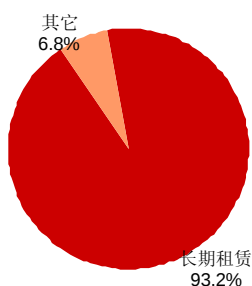
表14、 2009 年全球集装箱租赁公司排名及市场份额

集装箱租赁公司	箱队规模 (TEU)	市场份额
Textainer Group	2,305,000	21.1%
中远太平洋 (佛罗伦)	1,582,614	14.3%
Triton Container	1,485,000	13.6%
TAL International	1,050,000	9.6%
GE SeaCo	960,000	8.8%
Seacastle Container	950,000	7.1%
CAI	770,000	4.6%
Gold Container	500,000	4.2%
UES International (HK)	460,000	4.0%
Cronos Group	440,000	3.6%

数据来源：中远太平洋，华泰联合证券研究

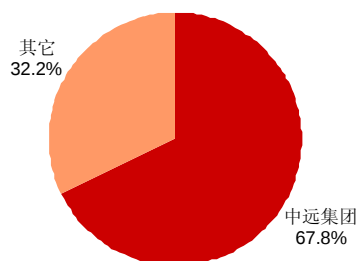
从主要客户收入贡献考虑，中远集运贡献了超过 2/3 的集装箱租赁业务收入。而从合约方式而言，长期期租合约贡献的收入占比超过 90%。我们认为中国远洋的集装箱租赁业务发展的主要目标并不是利润导向，而是稳定集团的集运业务的成本风险，以及提升业务间的协同效应。

图61、 中远太平洋集装箱租赁收入来源 I (2009)



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究

图62、 中远太平洋集装箱租赁收入来源 II (2009)

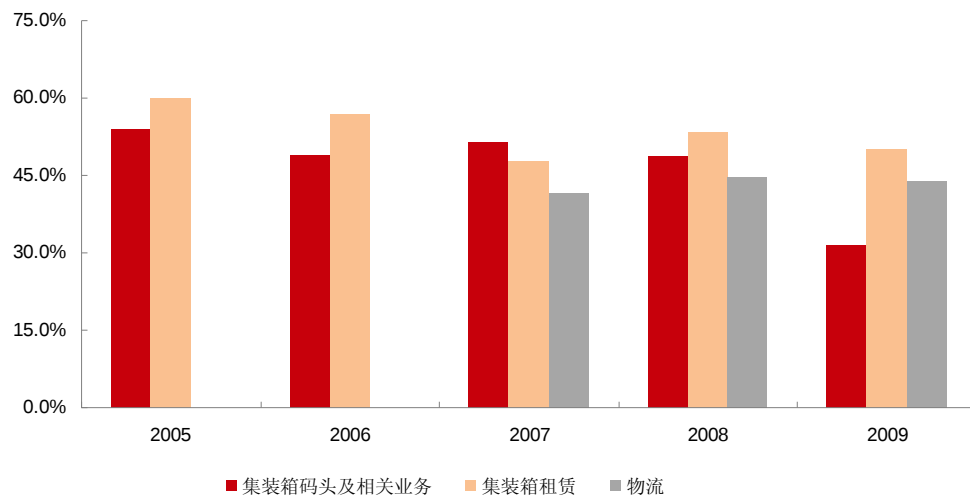


资料来源：公司信息，华泰联合证券研究

物流

中国远洋通过全资子公司中远物流经营物流业务。业务范围主要覆盖第三方物流、船代和货代。中远物流的第三方物流涉及产品（家电、化工）及工程物流领域。在现代物流领域企业中，中远排名全国第一。

图63、 中国远洋集运相关业务毛利率



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究

华泰联合证券股票评级标准

增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司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，还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。

我们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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码：518001
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhqz.com