

中国远洋 (601919)

# 集运业务带来业绩惊喜

## —中国远洋中报点评

增持/ 维持评级

股价: RMB9.77

分析师

范倩蕾

SAC 执业证书编号:S1000210070003

fanql@lhzq.com

0755-82364417

- 中国远洋公布半年报, 业绩大幅超越市场预期。收入同比增 64.5%至 382 亿, 录得净利润 35 亿, 去年同期则为亏损 46 亿。EPS0.35 元, 扣除非经常损益后 EPS 为 0.27 元, 超越市场预期。
- 集运业务的改善为远洋业绩带来了最主要的盈利惊喜。集运业务收入同比增 88%至 187 亿, 毛利 20 亿, 相比去年同期-33 亿大幅提升。集运运量增长 25%, 运价同比提升达 56%。集运市场需求的回暖及船东间供给控制的协作是运价及盈利表现超越市场预期的主要原因。
- 我们认为集运行业很有可能已经处于周期的拐点。我们维持 2010-2012 年集运行业的供给增长 8.9%, 8%和 8.1%。而需求的增长则为 12.5%, 9%和 10%的假设。我们对集运行业的周期位置判断是: 行业处于运力过度去库存后, 运价和盈利提升, 行业运力补库存的起点。
- 远洋干散货业务的表现符合我们的预期。但我们对干散货行业未来的盈利好转前景保持谨慎。我们在中期策略中提到, 由于对全球经济顺利复苏的预期落空, 而行业堆积了相当于现有运力近 60%的订单, 干散货运输行业可能即将面对痛苦的行业去库存阶段, 而伴随而来的可能是行业运价和盈利的恶化。
- 我们上调全年的集运业务运量增长假设至 14.3%, 运价增长假设至 42%。同时预测集运业务 2011 年的运量及运价将分别增长 8%和 5%。下调干散货运输在 2011 及 2012 年的运价增速至-10%和 0%。由于对干散货业务收入及成本结构信息不足, 我们可能在与公司进一步沟通后对模型作出微调。
- 我们上调 2010 年的 EPS 至 0.67 元, 反映我们对集运行业预期的调整。我们预测公司在 2011 年的 EPS 为 0.66 元, 隐含的假设是集运业务毛利的进一步提升和干散货业务毛利的收缩。
- 公司的投资风险在于干散货业务的表现差于预期, 以及全球经济二次探底风险下集运业务差于预期的可能性。

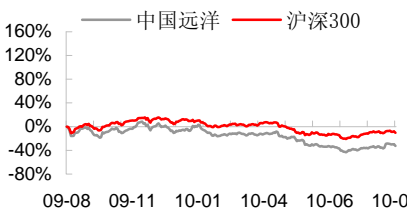
相关研究

《“弹性”并非唯一的价值——中国远洋首次评级》  
(2010/04/26)  
《分化初现, 道阻且长——航运业中期策略》  
(2010/06/09)

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)	21131

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	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	55734.6	77778.4	82882.7	88960.9
(+/-%)	-51.5	39.6	6.6	7.3
归属母公司净利润(百万元)	-7541.3	6851.1	6759.9	6551.3
(+/-%)	-169.6	-190.8	-1.3	-3.1
EPS(元)	-0.74	0.67	0.66	0.64
P/E(倍)	-13.2	14.6	14.8	15.2

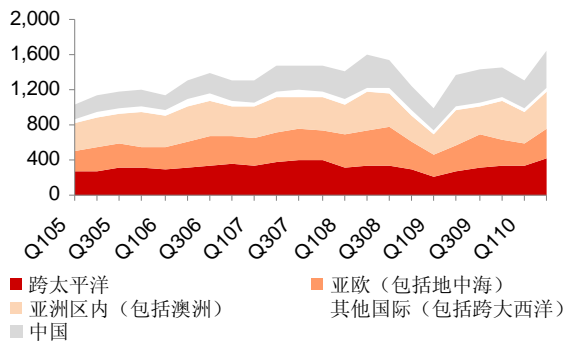
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

**表1、 中国远洋 H110 利润表 (百万元)**

	H110	H109	YoY
营业收入	38,193.2	23,222.8	64.5%
营业成本	(30,964.8)	(25,272.5)	22.5%
营业税金及附加	(187.0)	(258.3)	-27.6%
营业费用	(65.2)	(60.7)	7.4%
管理费用	(2,205.6)	(2,239.7)	-1.5%
财务费用	(366.0)	(307.3)	19.1%
资产减值损失	12.8	186.2	-93.1%
公允价值变动收益	81.0	2,416.8	-96.6%
投资净收益	641.3	(1,150.8)	-155.7%
营业利润	5,139.5	(3,463.5)	-248.4%
营业外收支	(182.0)	(732.9)	-75.2%
利润总额	4,957.5	(4,196.4)	-218.1%
所得税	(967.7)	10.8	
净利润	3,989.8	(4,185.6)	-195.3%
少数股东损益	(463.7)	(462.4)	0.3%
归属母公司净利润	3,526.1	(4,648.0)	-175.9%
EPS (元)	0.35	(0.45)	

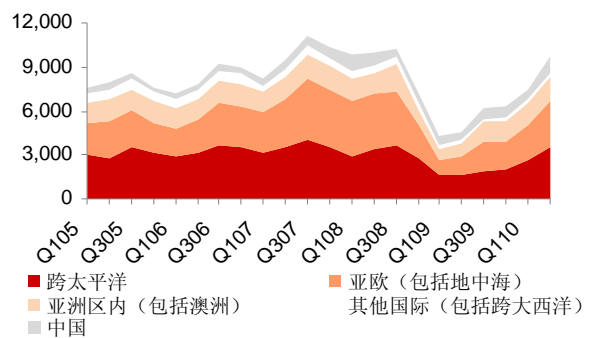
数据来源：公司信息，华泰联合证券研究

**图1、 中远集运季度分航线运量 ('000 TEU)**



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究

**图2、 中远集运季度分航线收入 (百万人民币)**



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究

**盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	55197	38482	31742	36471	<b>营业收入</b>	55735	77778	82883	88960.9
现金	44198	26519	21215	25000	营业成本	57760	63078	67969	74116
应收账款	4819	7311	5570	6072	营业税金及附加	523	389	414	445
其他应收款	2088	1506	1678	1840	营业费用	133	156	166	178
预付账款	1869	1577	1699	1853	管理费用	4577	4900	4973	5160
存货	1956	1262	1359	1482	财务费用	664	997	1372	1336
其他流动资产	268	308	221	225	资产减值损失	-40	0	0	0
<b>非流动资产</b>	83422	91152	97325	103797	公允价值变动收益	3469	30	0	0
长期投资	10759	10544	11598	12758	投资净收益	-1251	1200	1500	1500
固定资产	50148	54747	58826	61025	<b>营业利润</b>	-5663	9490	9488	9226
无形资产	2667	2667	2667	2667	营业外收入	1035	700	500	525
其他非流动资产	19848	23194	24234	27346	营业外支出	1685	500	300	200
<b>资产总计</b>	138620	129634	129067	140268	<b>利润总额</b>	-6313	9690	9688	9551
<b>流动负债</b>	27068	33619	30712	29143	所得税	424	1938	1938	1910
短期借款	3703	8109	7015	2979	<b>净利润</b>	-6737	7752	7751	7641
应付账款	10058	11354	12234	13341	少数股东损益	804	901	991	1090
其他流动负债	13306	14156	11462	12823	<b>归属母公司净利润</b>	-7541	6851	6760	6551.3
<b>非流动负债</b>	58159	34838	29112	34178	<b>EBITDA</b>	-1572	14729	15471	15506
长期借款	40976	28976	23976	28976	<b>EPS (元)</b>	-0.74	0.67	0.66	0.64
其他非流动负债	17183	5861	5136	5201					
<b>负债合计</b>	85227	68457	59824	63321	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	10571	11471	12462	13552		<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	10216	10216	10216	10216	<b>成长能力</b>				
资本公积	29693	29693	29693	29693	营业收入	-51.5%	39.6%	6.6%	7.3%
留存收益	4523	11374	18134	24685	营业利润	-128.9%	67.6%	0.0%	-2.8%
归属母公司股东权益	42822	49705	56781	63395	归属于母公司净利润	-169.6%	-9.2%	-1.3%	-3.1%
<b>负债和股东权益</b>	138620	129634	129067	140268	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	-3.6%	18.9%	18.0%	16.7%
					净利率(%)	-13.5%	8.8%	8.2%	7.4%
					ROE(%)	-17.6%	13.8%	11.9%	10.3%
					ROIC(%)	-9.5%	13.5%	12.7%	11.6%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	61.5%	52.8%	46.4%	45.1%
					净负债比率(%)	56.58%	59.25%	56.61%	55.96%
					流动比率	2.04	1.14	1.03	1.25
					速动比率	1.97	1.11	0.99	1.20
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.44	0.58	0.64	0.66
					应收账款周转率	10	12	12	15
					应付账款周转率	6.36	5.89	5.76	5.80
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	-0.74	0.67	0.66	0.64
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.58	1.22	1.20	1.31
					每股净资产(最新摊薄)	4.19	4.87	5.56	6.21
					<b>估值比率</b>				
					P/E	-13.24	14.57	14.77	15.24
					P/B	2.33	2.01	1.76	1.57
					EV/EBITDA	-71	8	7	7

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  $\pm 10\%$  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

#### 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 2010 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@lhzq.com

#### 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@lhzq.com