

中国远洋 (601919)

增持/ 维持评级

股价: RMB11.21

分析师

范倩蕾, CFA
SAC 执业证书编号:S1000210070003
fanql@lhqz.com
0755 82364417

业务景气分化, 盈利弹性改变

—中国远洋 2010 年三季度报点评

- 中国远洋发布三季报, 业绩喜忧参半。三季度收入 215.5 亿, 同比增 34.2%, 环比增 3.7%。其中集运业务表现突出, 得益于市场需求回暖带来的运价上涨, 三季度收入 115.5 亿, 同比增 87.4%。但公司单季销售毛利率仅 19.1%, 环比略降 1.4 个百分点。我们判断其主要源于干散货业务更低的季度运价和毛利率。归属母公司净利润 21.1 亿, 环比降 20.1%。单季 EPS 0.21 元, 扣除非经常损益的 EPS 为 0.22 元, 环比持平。
- 集装箱业务盈利持续增长。公司集装箱业务单季完成箱量 166 万 TEU, 同比增 16.1%, 环比微增 0.7%。中远集运单季收入 115.5 亿, 同比增 87.4%, 其中运价上涨的贡献约 60%; 环比收入增 17%, 主要来自运输均价的提升。1-3 季累计收入 289.9 亿, 同比增 89.6%, 期间运价提升约 56.9%。
- 我们判断三季度散货运输市场的低迷拖累了公司的盈利增长。三季度 BDI 均值 2353 点, 较二季度下滑 29%。尽管公司三季度的收入部分提前锁定, 但市场运价的大幅下跌可能仍影响了公司散货船队的收入和盈利。
- 我们认为中国远洋三季度业绩“喜忧参半”所隐含的事实是子行业的周期位置的分化, 而远洋的资产配置所带来的盈利弹性可能自此得到改变。我们在中期策略《分化初现, 道阻且长》中提及, 干散货行业将面临行业景气的下滑和被动去库存, 集运行业则因自身供给调整到位而逐渐走出低谷。我们认为远洋未来可能因业务盈利景气的分化而降低其盈利弹性。
- 我们暂不调整公司的盈利预测, 考虑到四季度可能的干散货运价回升及集运业务的盈利收缩。我们将在与公司的进一步沟通后确定有无调整盈利预测及评级的必要。
- 投资风险: 我们认为公司的投资风险来自于 1) 干散货市场未来的运价下跌导致的盈利下滑。2) 集运业务复苏低于市场预期; 3) 大盘估值的调整。

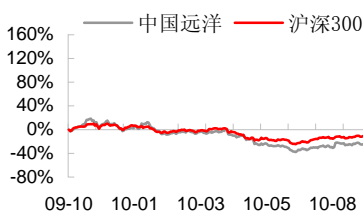
相关研究

《分化初现, 道阻且长——航运业 2010 年中期策略》(2010/06/09)

基础数据

总股本(百万股)	10216.27
流通 A 股(百万股)	2162.87
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)	24245.74

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	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	55734.6	38193.2	77778.4	82882.7	88960.9
(+/-%)	-51.5	67.1	39.6	6.6	7.3
归属母公司净利润(百万元)	-7541.3	3526.1	6851.1	6759.9	6551.3
(+/-%)	-169.6	176.4	-9.2	-1.3	-3.1
EPS(元)	-0.74	0.35	0.67	0.66	0.64
P/E(倍)	-15.2	32.5	14.6	14.8	15.2

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

集运散货 “对冲”，环比盈利持平

中国远洋发布三季报，业绩喜忧参半。三季度收入 215.5 亿，同比增 34.2%，环比增 3.7%。其中集运业务表现突出，得益于市场需求回暖带来的运价上涨，三季度收入 115.5 亿，同比增 87.4%。但公司单季销售毛利率仅 19.1%，环比略降 1.4 个百分点。我们判断其主要源于干散货业务更低的季度运价和毛利率。

归属母公司净利润 21.1 亿，环比降 20.1%。单季 EPS 0.21 元，扣除非经常损益的 EPS 为 0.22 元，环比持平。公司的资产配置和子行业的周期位置决定的盈利弹性在三季度业绩中初现端倪。

表1、 中国远洋季度利润表（百万元）

	Q310	Q309	YoY	Q1-3 10	Q1-3 09	YoY
营业收入	21,550.3	16,060.7	34.2%	59,743.5	39,283.5	52.1%
营业成本	(17,433.4)	(15,042.8)	15.9%	(48,398.2)	(40,315.3)	20.0%
营业税金及附加	(100.7)	(133.5)	-24.6%	(287.7)	(391.8)	-26.6%
营业费用	(35.2)	(34.2)	3.1%	(100.5)	(94.9)	5.9%
管理费用	(1,285.0)	(1,075.4)	19.5%	(3,490.7)	(3,315.2)	5.3%
财务费用	(346.0)	(214.1)	61.6%	(712.0)	(521.4)	36.6%
资产减值损失	2.7	(21.6)		15.5	164.6	
公允价值变动收益	45.8	420.5	-89.1%	126.8	2,837.3	-95.5%
投资净收益	654.6	(268.1)		1,295.9	(1,418.9)	
营业利润	3,053.1	(308.6)		8,192.6	(3,772.1)	
营业外收支	(382.2)	1.5		(564.2)	(731.4)	-22.9%
利润总额	2,670.8	(307.1)		7,628.3	(4,503.5)	
所得税	(117.7)	(213.1)	-44.7%	(1,085.4)	(202.3)	436.6%
净利润	2,553.1	(520.1)		6,542.9	(4,705.7)	
少数股东损益	(440.6)	(190.3)	131.5%	(904.3)	(652.7)	38.6%
归属母公司净利润	2,112.5	(710.4)		5,638.6	(5,358.4)	
EPS（元）	0.21	(0.07)		0.55	(0.52)	

数据来源：公司信息，华泰联合证券研究

集装箱业务盈利继续回升

公司集装箱业务单季完成箱量 166 万 TEU，同比增 16.1%，跨太平洋、亚洲区内航线运量增长表现突出，国内航线所占业务比重下滑。环比公司箱量微增 0.7%。

表2、 中远集运分航线箱量（千箱）

	Q310	Q309	YoY	Q1-3 10	Q1-3 09	YoY
跨太平洋	426.9	320.5	33.2%	1,175.3	811.5	44.8%
亚欧（包括地中海）	367.1	366.8	0.1%	955.4	901.9	5.9%
亚洲区内（包括澳洲）	409.3	319.5	28.1%	1,201.4	954.5	25.9%
其他国际（包括跨大西洋）	60.0	47.2	27.2%	141.8	144.1	-1.6%
中国	393.0	372.6	5.5%	1,132.6	969.0	16.9%
合计	1,656.4	1,426.6	16.1%	4,606.5	3,781.0	21.8%

数据来源：公司信息，华泰联合证券研究

中远集运单季收入 115.5 亿，同比增 87.4%，其中运价上涨的贡献约 60%；环比收入增 17%，主要来自运输均价的提升。1-3 季累计收入 289.9 亿，同比增 89.6%，期间运价提升约 56.9%。

表3、 中远集运分航线收入（百万元）

	Q310	Q309	YoY	Q1-3 10	Q1-3 09	YoY
跨太平洋	4,642.7	1,942.8	139.0%	10,809.1	5,223.5	106.9%
亚欧（包括地中海）	3,624.6	1,938.3	87.0%	9,211.8	4,228.2	117.9%
亚洲区内（包括澳洲）	1,928.3	1,383.0	39.4%	5,046.5	3,096.1	63.0%
其他国际（包括跨大西洋）	427.8	196.0	118.3%	1,060.6	604.6	75.4%
中国	725.1	679.5	6.7%	2,416.4	1,781.8	35.6%
租出船舶	202.5	115.7	75.0%	448.1	356.1	25.8%
合计	11,551.1	6,255.3	84.7%	28,992.6	15,290.4	89.6%

数据来源：公司信息，华泰联合证券研究

表4、 中远集运分航线运价（元/TEU）

	Q310	Q309	YoY	Q1-3 10	Q1-3 09	YoY
跨太平洋	10,875.6	6,061.7	79.4%	9,196.8	6,436.9	42.9%
亚欧（包括地中海）	9,873.2	5,284.3	86.8%	9,641.8	4,688.3	105.7%
亚洲区内（包括澳洲）	4,710.9	4,328.3	8.8%	4,200.5	3,243.9	29.5%
其他国际（包括跨大西洋）	7,126.1	4,151.5	71.7%	7,481.3	4,194.9	78.3%
中国	1,844.9	1,823.6	1.2%	2,133.5	1,838.7	16.0%
合计	6,851.4	4,303.5	59.2%	6,196.5	3,949.8	56.9%

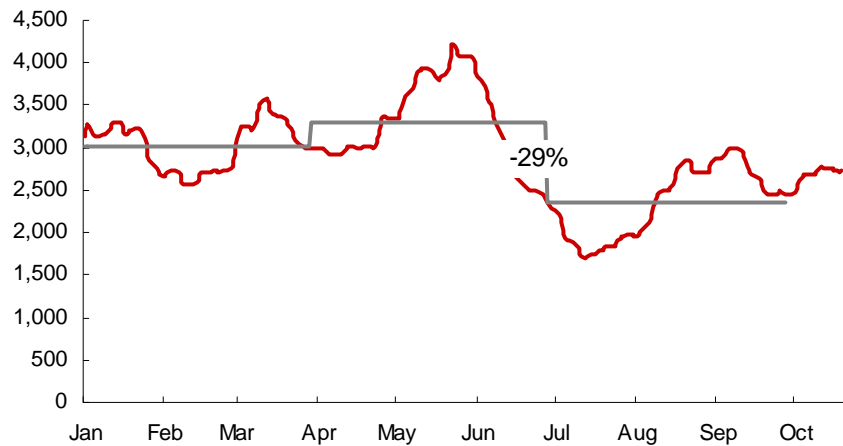
数据来源：公司信息，华泰联合证券研究

公司未披露单季集运船队经营成本数据。根据观察公司集运箱量分布的环比变化，及参考中海集运的经营业绩，我们判断公司的集运业务单季贡献的 EPS 环比增量超过 0.05 元。

干散货船队业绩拖累盈利增长

如果不考虑非经常性损益，公司环比业绩持平，这意味着集运部门的盈利增长被其它业务的盈利下滑所吞噬。考虑到三季度干散货市场的波动，我们认为公司的毛利率和净利增长主要受到干散货船队的经营业绩下滑的拖累。三季度 BDI 均值 2353 点，较二季度下滑 29%。尽管公司三季度的收入部分提前锁定，但我们相信市场运价的大幅下跌仍影响了公司散货船队的收入和盈利。

图1、2010 年初以来 BDI 变化



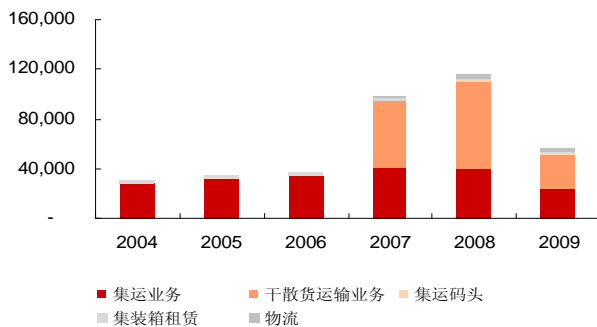
资料来源：华泰联合证券研究

子行业周期位置分化

我们认为中国远洋三季度业绩“喜忧参半”所隐含的事实是子行业的周期位置的分化，而远洋的资产配置所带来的盈利弹性可能自此得到改变。

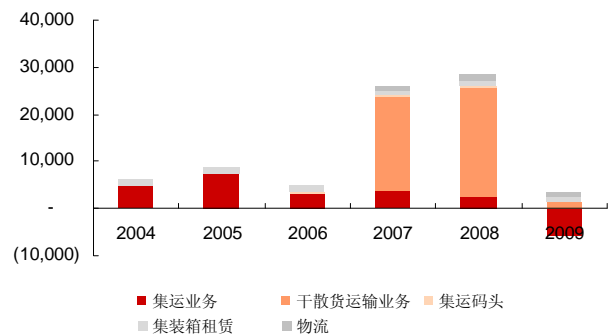
我们曾在中期策略《分化初现，道阻且长》中曾提及，子行业在经历了 07-08 年共同的巅峰和随后泥沙俱下的调整后，所处周期的位置已经出现分化。我们在这篇策略报告中表达了我们对于子行业周期位置的判断：干散货行业将面临行业景气的下滑和被动去库存，集运行业则因自身供给调整到位而逐渐走出低谷。我们认为远洋未来可能因业务盈利景气的分化而降低其盈利弹性。

图2、中国远洋分业务收入



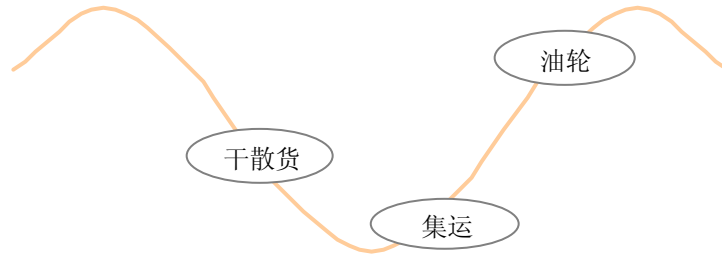
资料来源：公司信息，华泰联合证券研究

图3、中国远洋分业务毛利



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究

图4、供给周期对应的子行业位置（运价周期）



资料来源：华泰联合证券研究

盈利预测与评级

我们暂不调整公司的盈利预测，考虑到四季度可能的干散货运价回升及集运业务的盈利收缩。我们将在与公司的进一步沟通后确定有无调整盈利预测及评级的必要。

投资风险

投资风险：我们认为公司的投资风险来自于 1) 干散货市场未来的运价下跌导致的盈利下滑。2) 集运业务复苏低于市场预期；3) 大盘估值的调整。

盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	55197	38482	31742	36471	营业收入	55735	77778	82883	88961
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
非流动资产	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	营业利润	-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
资产总计	138620	129634	129067	140268	利润总额	-6313	9690	9688	9551
流动负债	27068	33619	30712	29143	所得税	424	1938	1938	1910
短期借款	3703	8109	7015	2979	净利润	-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	归属母公司净利润	-7541	6851	6760	6551
非流动负债	58159	34838	29112	34178	EBITDA	-1572	14729	15471	15506
长期借款	40976	28976	23976	28976	EPS (元)	-0.74	0.67	0.66	0.64
其他非流动负债	17183	5861	5136	5201					
负债合计	85227	68457	59824	63321	主要财务比率				
少数股东权益	10571	11471	12462	13552	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	10216	10216	10216	10216	成长能力				
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%
负债和股东权益	138620	129634	129067	140268	获利能力				
					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%
					偿债能力				
					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
					营运能力				
					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
					每股指标(元)				
					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
					估值比率				
					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