

2011 年 2 月 22 日

白冰洋

bingyang\_bai@c-capital.com.cn

目標價(元) 13.00

### 公司基本資訊

產業別	航運
A 股價 (11/02/21)	11.10
上證綜合指數 (11/02/21)	2932.25
股價 12 個月高/低	13.49/8.34
總發行股數 (百萬)	10216.27
A 股數 (百萬)	7475.95
A 流通市值 (億元)	829.08
主要股東	中國遠洋運輸 (集團)總公司 (52.01%)
每股淨值 (元)	4.59
股價/帳面淨值	2.42
	一個月 三個月 一年
股價漲跌(%)	17.23 10.46 -12.68

### 近期評等

出刊日期 前日收盤 評等

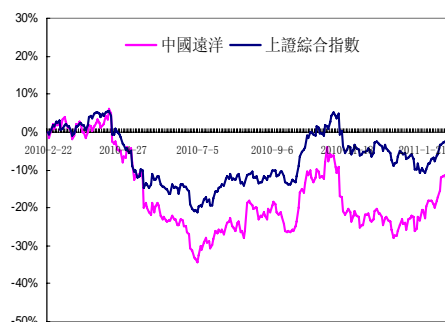
### 產品組合

幹散貨運輸	43.87%
集裝箱運輸	49.08%
其他	7.05%

### 機構投資者占流通 A 股比例

基金	0.14%
----	-------

### 股價相對大盤走勢



## 中國遠洋(601919.SH/1919.HK)

Buy 買入

集運向好、散貨運輸觸底反彈在即、估值修復行情可期

### 結論與建議：

公司以幹散貨和集裝箱運輸為主業，貢獻利潤九成以上。預計 2010、2011 年淨利潤分別為 63.68 億元和 69.07 億元，YoY 大幅扭虧和增長 10%，EPS 為 0.623 元和 0.676 元，PE 分別為 17.8 倍和 16.4 倍。前期幹散貨運價低迷，拖累公司業績及股價表現，我們看好 3-5 月份集運運價上調及散貨運價反彈帶來的估值修復機會。長期來看，經過經濟危機，公司業績增勢已現，未來業績進入長期上升通道確定，給予逢低買入的投資建議。

- **集裝箱運輸、幹散貨運輸並舉：**公司業務涉及集裝箱、幹散貨兩個大類運輸，運輸收入占營收 90%以上。2010 年幹散貨業務收入占比在 40%-45%，集裝箱業務占比在 50%左右；集裝箱運輸市場景氣上升、公司業務量及運價皆保持上升，而幹散貨運輸市場受需求增長放緩和運力相對過剩拖累，運價呈現前高後低態勢。預計 2011 年，集運業務有望延續景氣回升勢頭，同時，散貨運輸市場經過調整，有望逐步景氣恢復。
- **集運持續向好——短期受益大客戶談判前的提價造勢、長期受益需求增長、運價提升：**4 月份傳統的大客戶談判在即，預計航商將有封存運力提升運價造勢行動。長期來看，預計 2011 年集運市場運力增幅在 10% 以內，全球貿易量增幅可達 8%-9%，而集裝箱運量需求將略高於此，供需總體基本平衡，將有利於量價齊升，業績增長。
- **幹散貨運價將現超跌反彈，2011 年運價整體現前低後高態勢：**2010 年底到 2011 年初，受到澳洲洪水襲擾、中國節能減排、世界糧食減產預期等因素影響，幹散貨運輸旺季不旺，運價低迷。預計近期隨著不利因素消退，前期壓抑的運量需求將有望爆發，促進運價觸底反彈。長期來看，幹散貨運輸結構失衡將緩解，運價將呈現前低後高的景氣回升趨勢。
- **公司未來幾年盈利增長持續向好——**預計 2010、2011 年淨利潤分別為 63.68 億元和 69.07 億元，EPS 為 0.623 元和 0.676 元，2010、2011 年 PE 分別為 17.8 倍和 16.4 倍。前期幹散貨運價低迷，公司股價回調已充分反映，我們看好 3-5 月份集運運價上調及散貨運價反彈帶來的估值修復機會。長期來看，經過經濟危機，公司業績增勢已現，未來業績進入長期上升通道確定，給予逢低買入的投資建議。

..... 接續下頁 .....

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
純利 (Net profit)	RMB百萬元	19085	10830	-5318	6368	6907
同比增減	%	152.01%	-43.25%	NA	NA	8.47%
每股盈餘 (EPS)	RMB元	1.867	1.060	-0.521	0.623	0.676
同比增減	%	151.98%	-43.26%	NA	NA	8.47%
A 股市盈率(P/E)	X	5.94	10.47	-21.30	17.79	16.40
股利 (DPS)	RMB元	0.18	0.29	0.00	0.00	0.20
股息率 (Yield)	%	1.62%	2.61%	0.00%	0.00%	1.80%

## 營運分析

### 一、集裝箱運輸、幹散貨運輸並舉

公司業務涉及集裝箱、幹散貨兩個大類運輸，運輸收入占營收 90%以上。預計 2010 年幹散貨業務收入占比在 40%-45%，集裝箱業務占比在 50%左右，較 2009 年，集裝箱業務收入占比有所提高，幹散貨業務收入占比有所下降。這主要是因為 2010 年集裝箱運輸市場景氣上升、公司業務量及運價皆保持上升，而幹散貨運輸市場受需求增長放緩和運力相對過剩拖累，運價呈現前高後低態勢。預計 2011 年，集運業務有望延續景氣回升勢頭，同時，散貨運輸市場經過調整，有望逐步景氣恢復。

### 二、2011 集裝箱運輸景氣回升持續，成為公司業績增長穩定器

受金融危機影響，各大集運航商對運力投放一致採取審慎態度。目前，航運類三大子行業（集裝箱運輸、幹散貨運輸、油品運輸）中，集運行業運力投放最為溫和，2010 年運力增幅約在 10%。據 Clarkson 最近的訂單預測顯示，2011 年運力增幅在 10%以內。

從行業需求方面來看，據業內人士預測，2011 年全球貿易量增幅可達 8%-9%，我們判斷集裝箱運量需求將略高於此，供需總體基本平衡。基於此，市場閒置運力從 2009 年底的約 11%已降低到目前的 2%-3%，2011-2012 年整體閒置運力有望保持目前低位。

2010 年美線、歐地航線恢復是公司集運業務業績回暖重要原因，估計運量 YoY 增長分別在 20%和 10%以上，歐線美線運價水準整體提升 20%以上。預計 2011 年公司美線、歐線需求整體 YoY 增長在 10%以上，旺季附加費提價及淡季限制封存運力都將促使運價保持增長。同時，公司積極致力於拓展新興市場國家航線，為長期業績增長奠定基礎。運力方面來看，2011 年運力增幅約在 8%，與市場整體運力增長相若。如果繼續採取增加運力降低航速的經營策略，預計 2012 年隨著經濟景氣和需求的進一步復蘇，運力增幅將回升到 15%以上。

近期國內進出口貿易資料超預期增長，2011 年 1 月份中國對外貿易進出口總值為 2950.1 億美元，YoY 增長 43.9%，其中出口 1507.3 億美元，增長 37.7%；進口 1442.8 億美元，增長 51%。其中中歐雙邊貿易總值 459.7 億美元，增長 30.5%。同期，中美雙邊貿易總值為 368.7 億美元，增長 39.2%。與印度和巴西等新興市場雙邊貿易快速增長，其中與印度雙邊貿易總值為 66.6 億美元，增長 44.2%；與巴西雙邊貿易總值為 59.9 億美元，增長 74.8%。

外貿資料超預期表現一方面源於經濟景氣持續復蘇，再者源於春節因素對進出口節前集中出貨的影響。因此近期集運市場歐美等航線倉位皆保持 8 成以上較高水準，而運價則止住 2010 年四季度淡季以來下跌，個別時段和航線出現了小幅上揚。短期來看，隨著年度運價談判時間漸進，各大航商較有可能為談判提價造勢，將可能出現封存運力，提升運價的態勢。

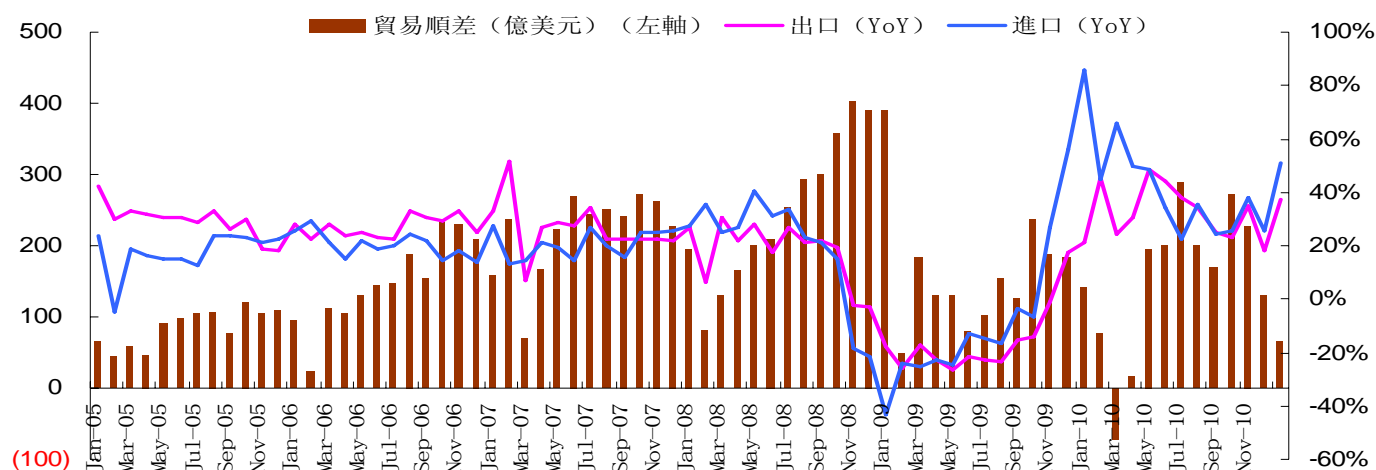
估計 2010 年底，公司運力近 61 萬 TEU，2011 年實際運力增幅約在 10%，與貨量需求增幅匹配，一方面能分享需求增長，另一方面有利於公司控制成本和費用。預計未來兩年公司新投入運力增幅約在 15%以上，能較好的配合長期集運業務景氣回升需求增長需求，實現盈利的穩定增長。

2011 年集運行業運力增長溫和、供需基本平衡

歐美航線鞏固、新興市場航線擴展、業績增長有潛力

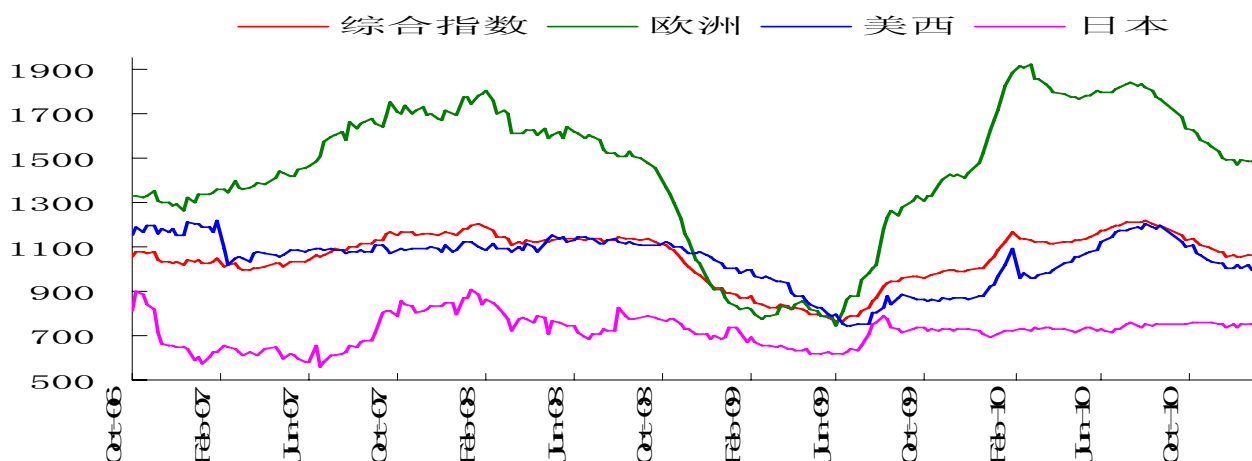
1 月外貿資料超預期及年度運價談判在即，運價短期有望企穩上揚

圖表一、2005.01-2011.01各月進出口貿易變化圖



資料來源：海關總署，群益證券預測整理

圖表二、中國集裝箱運價指數變化圖



資料來源：中華航運網，群益證券整理

### 三、春節後散貨市場需求有望反彈，2011 年散貨市場運價有望實現前低後高增長，成為公司業績增長助推器

#### BDI 指數前高後低、拖累 2010 年業績和股價表現

2010 年，以 BDI 指數為代表的幹散貨運價指數走出了一波前高後低的趨勢，從上半年最高突破 4000 點大關的水準，直落至年底跌破 2000 點。2011 年春節前，本應是幹散貨運輸旺季，運價指數卻繼續跌落直至 1000 點附近，創 2009 年金融危機以來最低。

受此影響，儘管 2010 年上半年幹散貨業務收入增長近 50%，但下半年散貨業務收入將低於上半年，同比也可能出現下滑。也因此雖然集運業務業績持續向好，但公司股價受散貨業務下滑影響呈現下調趨勢。

#### BDI 指數觸底反彈在即，將促進業績和股價階段性表現

縱觀金融危機以來 BDI 指數變化，2009 年全年，隨著景氣復蘇，運價指數持續攀升；2010 年初雖然延續了 2009 年運價指數升勢，但由於運力增長過快，蠶食了景氣復蘇、需求回升帶來的業績，供需失衡，運價呈現前高後低走勢。我們認為，經過調整，目前在 1000 點附近徘徊的 BDI 指數已呈現超跌跡象，特別是在傳統幹散貨運輸市場旺季，由於以下因素，造成了煤炭、鐵礦石、糧食為代表的運價不僅未出現反彈，卻連創新低：

1>雖然北半球多地現極端寒冷天氣，帶動煤炭需求增長，無奈洪水等反常氣候襲擊澳大利亞等煤炭主要出口國，造成煤炭運輸阻塞，煤炭海運量下降。因此呈現煤炭價格上漲，但煤運市場量跌價降的反常局面。

2>中國節能減排及增加國內礦產利用等政策對國際鐵礦石貿易預期帶來最大

變數，鐵礦石海運量持續低迷。

3>由於 2010 年極端天氣影響，俄羅斯、加拿大、澳大利亞等國糧食減產，美國 2010 年的玉米產量達到歷史第三高位，然而，高漲的糧食需求令國際糧食市場捉襟見肘，美國玉米庫存用量比已跌至 15 年來新低。俄羅斯等國紛紛限制糧食出口。因此糧食運輸市場同煤炭市場類似，出現了糧價不斷上漲，但由於運量下降，運價隨之持續下跌。

加之炒家利用上述因素大肆炒作，放大了市場對不良因素影響的預期，造成運價呈現超跌。我們認為，隨著上述因素的消弭，運價近期將反彈：

1>洪水等反常氣候雖已造成一定不良影響，但畢竟是短期因素，隨著洪水退卻，壓抑的運輸需求將出現強勢反彈，屆時將可能出現爆倉和運力緊張，促使運價超跌後大漲。

2>2010 年底加速的節能減排抑制部分鐵礦石需求，進入 2011 年一季度，前期積累需求釋放以及隨著鐵礦石價格上漲催生貿易商囤貨需求等，將推動鐵礦石運量增長，帶動運價回升

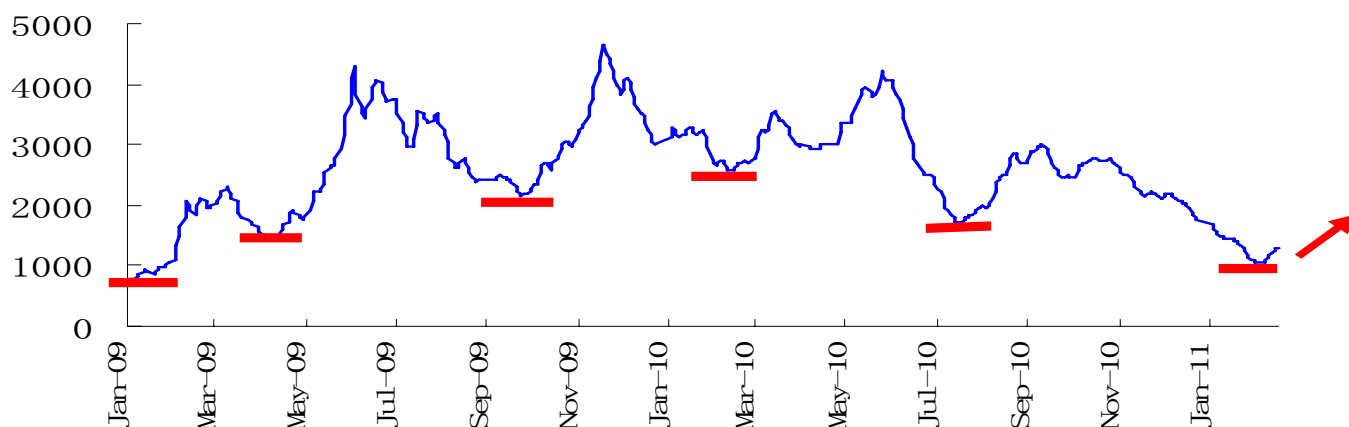
3>前期市場對糧食供需失衡的過度憂慮和觀望情緒將隨著近期糧食主產國災情減弱等因素得到緩解和消化，糧食運量將逐步回升，有望推動運價反彈。

#### 預計 2011 年幹散貨運價水準逐漸恢復，助推業績增長

長期來看，2010 年的幹散貨運價呈現前高後低，主要是相對於需求的回升，運力增長過快，據 Claksons 估計，2010 年運力增長約 15%，運量增長近 9%，整體運量運力供需失衡所致。我們預計 2011 年，各大航商為保盈利，將控制運力投放，必要時加大老舊船隻拆解，緩解供需失衡狀況，確保運價整體水準的回升。考慮到上述調整需要時間，以及需求的釋放與經濟回暖密切相關，2011 年運價水準將呈現前低後高的回升態勢。未來 1-2 年，隨著經濟復蘇帶動需求回暖，以及運力投放的放緩，供需整體走向均衡狀態可期，屆時運價、盈利等都將大幅增長。

估計 2010 年底，公司運力近 3850 萬載重噸，YoY 增長約 5%，低於行業平均增幅。預計 2011 年實際運力增幅約在 3%-5%，在行業整體運力失衡的情況下，有利於分享需求增長的同時控制成本和費用。預計未來兩年公司新投入運力增幅將在 5% 以下，隨著幹散貨運輸業務景氣回升，運價上漲，將有望實現盈利的穩定增長。

圖表三、BDI 運價指數變化圖



資料來源：BLOOMBERG，群益證券整理

#### 資產注入預期或將催化公司盈利能力增長及股價表現

國家目前鼓勵央企進行不留存續資產的整體上市，而公司在以往年報中也曾提及遠洋集團將中國遠洋作為打造資本中遠的唯一平臺，將按照“整體規劃，分步實施”的原則，積極推進整體戰略的實施。市場之前就紛紛猜測公司可注入的資產，包括油輪、造船、燃油供應等。我們認為將上述各類資產，包括集團旗下三家上市



公司股權在 2011 年就全部注入的可能性較小，一次性注入未必就有利於上市公司盈利和市值。考慮景氣週期和對上市公司業績、市值的影響，選擇估值偏低，即將步入景氣上升週期的資產注入上市公司是最為有利的選擇。預計 2011 年上半年，油輪和幹散貨業務都處於週期低點，若能在此時以適當價格注入該類資產，待後續幹散貨和油輪步入上升週期，公司盈利和市值皆會有大幅提升。

### 盈利預測

集運業務而言，短期看點在於大客戶談判前的造勢漲價，長期看點在於需求穩定和運力結構平衡帶來的量價齊升，業績持續景氣。

幹散貨運輸業務而言，短期看點主要在於 BDI 超跌後的反彈，長期看點在於需求回升、運力增長放緩，運力結構失衡狀況改善帶來的行業景氣回升。

預計 2010、2011 年淨利潤分別為 63.68 億元和 69.07 億元，EPS 為 0.623 元和 0.676 元，2010、2011 年 PE 分別為 17.8 倍和 16.4 倍。前期幹散貨運價低迷，公司股價回調已充分反映，我們看好 3-5 月份集運運價上調及散貨運價反彈帶來的估值修復機會。長期來看，經過經濟危機，公司業績增勢已現，未來業績進入長期上升通道確定，給予逢低買入的投資建議。

預期報酬(Expected Return; ER)為准，說明如下：

強力買入 StrongBuy ( $ER \geq 30\%$ )；買入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

賣出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ )；強力賣出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

### 附一：合并損益表

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
營業收入	93880	114968	54788	77269	88859
經營成本	68265	86546	55468	63017	72420
營業稅金及附加	922	913	516	605	889
銷售費用	107	85	91	104	116
管理費用	4916	4304	4489	5369	6753
財務費用	1245	656	668	1028	925
資產減值損失	1	294	-153	12	0
投資收益	4115	2638	-1616	1097	987
營業利潤	24226	19605	-3971	8416	8744
營業外收入	1321	864	0	549	0
營業外支出	142	5593	0	797	0
利潤總額	25406	14877	-4465	8168	8744
所得稅	4552	2951	201	1239	1574
少數股東損益	1744	1096	653	561	262
歸屬於母公司所有者的淨利潤	19085	10830	-5318	6368	6907

### 附二：合并資產負債表

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
貨幣資金	37434	32182	44198	46,673	49007
應收賬款	8936	5287	4819	5,088	5343
存貨	1560	1653	1956	2,066	2169
流動資產合計	54441	44012	55197	58,288	61203
長期股權投資	9682	10904	10759	11,362	11930
固定資產	36732	42520	50148	52,956	55604
在建工程	9118	13275	12612	13,318	13984
無形資產	1059	1110	2667	2,816	2957
資產總計	113663	116763	138620	146,382	153701
流動負債合計	43511	23930	27068	28,583	30013
非流動負債合計	16141	31708	58159	61,416	64487
負債合計	59652	55638	85227	90,000	94500
少數股東權益	9077	9033	10571	11,163	11721
股東權益合計	54011	61125	53393	56,383	59202
負債及股東權益合計	113663	116763	138620	146,382	153701

### 附三：合并現金流量表

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
經營活動產生的現金流量淨額	22683	23378	-5879	5521	7453
投資活動產生的現金流量淨額	-19252	-20836	-11094	-11035	-12139
籌資活動產生的現金流量淨額	23946	-7442	29185	3358	3694
現金及現金等價物淨增加額	26360	-6076	12271	-2157	-992

1

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務，不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司，不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告，不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。