

湘财证券研究所
交通运输小组
刘正 分析师
执业编号: S0500511010001
Tel: 021-68634518-8056
E-mail: LZ2941@xcsc.com
金嘉欣 分析师
执业编号: S0500511010002
Tel: 021-68634518-8056
E-mail: JJX3195@xcsc.com
公司数据

当前价格	10.64
目标价格	14.00
52周波动区间	13.58
	8.19
流通A股 (亿股)	74.76
总市值 (亿元)	1087.01
日均成交量 (百万股)	48.96

市场表现

投资要点:
一、BDI 对公司股价的推动作用更大一些

我们认为目前的干散货海运市场可能正经历最为困难的时期, BDI 指数 1300 点相对于当期的国际经济环境而言显得极其偏低, 不过这样的情形是未来市场能够轻松再次上行经历的必要阶段。对于中国远洋来讲, 1) 公司租入散货船运力大约 30-40% 的运力能够在低位逐渐降低租船成本, 从而降低总体的保本点, 今年底可能进一步降低到 2500 点左右; 2) 公司干散货海运业务业绩在上半年面临来自 BDI 的压力较大, 但考虑到 BDI 的上行动力更大一些, 因此对于公司股价来讲, BDI 的上行趋势对于股价的推动作用更大; 3) 公司对于 FFA 手段的使用将更趋谨慎, 可以预计的是对公司利润表的影响相比前两年将微乎其微。总体来看, 我们对公司下半年起干散货业务的向上弹性趋于乐观。

二、公司集运业务最能受益行业确定性复苏

考虑到公司运力的增长及行业的确定性复苏, 我们认为公司集运业务的发展将迎来历史上较好的时期。1) 中国远洋手持集装箱新船订单占运力比居全球第一位, 达到 57%, 运力的快速增长在未来 3 年能够得以实现, 如果行业向好, 受益程度最大; 2) 而从美国经济角度, 经济增长的前景良好, 对于集运需求增长形成支撑, 且供给增长较为温和, 业界对于集运在未来两年稳定复苏的态势的认识较为一致。

三、集装箱码头、集装箱租赁及物流业务的价值能够获得提升

集装箱码头和集装箱租赁业务均与集运有关, 能够受益于全球经济的复苏, 我们从公司控股公司中远太平洋 (1199.HK) 的业绩及股价上能够得到验证。此外, 公司物流业务尤其工程物流业务受益于高端装备制造制造业的发展, 未来的价值提升潜力较大。

四、投资建议: 从底部逐渐走出, “增持” 评级

我们预计公司 2011 年业绩可能将因为 BDI 指数不佳比 2010 年有所下降, 但长期来看将会逐渐走出低谷, 预计 2011 年每股收益为 0.46 元。但 BDI 指数上行、集运及相关业务和物流表现较好将能够推动公司的股价。我们首次给予公司“增持”评级, 6 个月目标价 14 元, 对应 2012 年 16 倍 PE 和 2 倍 PB。投资风险方面注意利比亚局势推升油价阻止世界经济复苏的风险。

主要财务指标和估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	114,968	55,735	77,388	84,088	105,468
YOY%	17.16%	-51.93%	38.85%	8.66%	25.43%
净利润 (百万元)	10,795	(7,541)	5,943	4,746	8,972
YOY%	-43.00%	-170.00%	n. a	-20.15%	89.06%
EPS (元)	1.06	(0.74)	0.58	0.46	0.88
P/E (X)	10	n. a	18	23	12
P/B (X)	2.54	2.54	2.16	1.98	1.73

表 1 中国远洋财务报表

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	55,197	57,572	46,468	54,836	营业收入	55,735	77,388	84,088	105,468
现金	44,198	44,000	31,806	39,280	营业成本	57,760	62,958	71,322	86,657
应收账款	4,819	5,690	6,269	6,892	营业税金及附加	523	387	673	949
其他应收款	2,088	3,200	3,500	3,500	营业费用	133	154	179	219
预付账款	1,869	2,500	2,500	2,500	管理费用	4,577	4,643	4,625	5,273
存货	1,956	1,800	2,000	2,200	财务费用	664	1,008	1,542	1,790
其他流动资产	268	382	393	464	资产减值损失	-40	-16	15	15
非流动资产	83,422	88,548	92,335	94,234	公允价值变动收益	3,469	0	-100	500
长期投资	10,759	10,250	11,275	12,403	投资净收益	-1,251	1,800	1,800	2,100
固定资产	50,148	51,916	57,932	63,155	营业利润	-5,663	10,054	7,432	13,165
无形资产	2,667	3,834	4,334	4,834	营业外收入	1,035	500	500	500
其他非流动资产	19,848	22,548	18,794	13,844	营业外支出	1,685	1,500	500	200
资产总计	138,620	146,120	138,802	149,070	利润总额	-6,313	9,054	7,432	13,465
流动负债	27,068	26,867	15,728	16,248	所得税	424	1,811	1,486	2,693
短期借款	3,703	4,827	2,000	2,000	净利润	-6,737	7,243	5,946	10,772
应付账款	10,058	9,500	1,000	1,100	少数股东损益	804	1,300	1,200	1,800
其他流动负债	13,306	12,540	12,728	13,148	归属母公司净利润	-7,541	5,943	4,746	8,972
非流动负债	58,159	57,008	54,983	54,991	EBITDA	-1,572	15,322	13,902	20,742
长期借款	40,976	39,976	37,976	37,976	EPS (元)	-0.74	0.58	0.46	0.88
其他非流动负债	17,183	17,031	17,007	17,015					
负债合计	85,227	83,874	70,711	71,239					
少数股东权益	10,571	11,871	13,071	14,871					
股本	10,216	10,216	10,216	10,216					
资本公积	29,693	29,693	29,693	29,693					
留存收益	4,523	10,466	15,212	22,651					
归属母公司股东权益	42,822	50,375	55,021	62,960					
负债和股东权益	138,620	146,120	138,802	149,070					

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	(5,879.01)	8,830.52	1,108.38	16,702.37
净利润	(6,737.13)	7,243.21	5,945.63	10,771.94
折旧摊销	3,427.31	4,260.23	4,927.79	5,787.26
财务费用	664.00	1,007.77	1,542.30	1,789.62
投资损失	1,250.55	(1,800.00)	(1,800.00)	(2,100.00)
营运资金变动	(1,285.62)	(3,110.63)	(9,447.39)	(386.04)
其他经营现金流	(3,198.13)	1,229.93	(59.95)	839.59
投资活动现金流	(11,093.81)	(7,851.92)	(6,961.00)	(5,897.50)
资本支出	11,182.33	11,154.00	7,196.00	6,300.00
长期投资	(10.16)	(2,759.55)	1,075.00	1,177.50
其他投资现金流	78.36	542.53	1,310.00	1,580.00
筹资活动现金流	29,185.48	(1,176.52)	(6,341.35)	(3,331.36)
短期借款	2,348.94	1,123.58	(2,826.95)	0.00
长期借款	20,517.95	(1,000.00)	(2,000.00)	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,252.98	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	5,065.61	(1,300.10)	(1,514.40)	(3,331.36)
现金净增加额	12,271.11	(197.92)	(12,193.97)	7,473.51

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-51.9%	38.9%	8.7%	25.4%
营业利润	-129.0%	77.5%	-26.1%	77.1%
归属于母公司净利润	-169.9%	-21.2%	-20.2%	89.1%
获利能力				
毛利率(%)	-3.6%	18.6%	15.2%	17.8%
净利率(%)	-13.5%	7.7%	5.6%	8.5%
ROE(%)	-17.6%	11.8%	8.6%	14.3%
ROIC(%)	-9.9%	13.7%	9.4%	15.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	61.5%	57.4%	50.9%	47.8%
净负债比率(%)	56.58%	56.40%	60.07%	59.63%
流动比率	2.04	2.14	2.95	3.37
速动比率	1.97	2.08	2.83	3.24
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.54	0.59	0.73
应收账款周转率	10	14	13	15
应付账款周转率	6.36	6.44	13.59	82.53
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	-0.74	0.58	0.46	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.58	0.86	0.11	1.63
每股净资产(最新摊薄)	4.19	4.93	5.39	6.16
估值比率				
P/E	-14.41	18.29	22.91	12.12
P/B	2.54	2.16	1.98	1.73
EV/EBITDA	-77	8	9	6

资料来源：公司数据，湘财证券研究所

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。