

日期: 2011 年 3 月 17 日

行业: 交通运输业 - 航运



冀丽俊

021-53519888-1921

jilijun@sigchina.com

执业证书编号: S0870208090141

基本数据 (Y10)

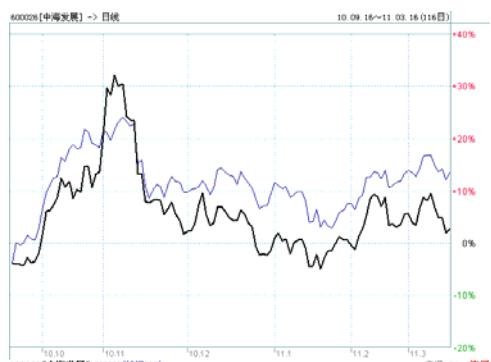
报告日股价 (元)	9.99
12mth A 股价格区间 (元)	13.40/7.80
总股本 (百万股)	3404.55
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (百万元)	34011.45
每股净资产 (元)	6.63
PBR (X)	1.51
DPS (Y10, 元)	0.17 元 (含税)

主要股东 (Y10)

中国海运 (集团) 总公司	46.36%
HKSCC NOMINEES LIMITED	37.89%

收入结构 (Y10)

煤炭运输	31.68%
油品运输	53.50%
其他干散货运输	14.82%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较

报告编号: JLJ11-CT02

首次报告时间: 2006 年 9 月 8 日

业绩符合预期, 关注运量变化

■ 动态事项:

公司公布 2010 年年报。2010 年, 营业收入为 114.09 亿元、归属于母公司所有者的净利润为 17.16 亿元, 分别同比增长 27.92% 和 61.21%; 每股收益 0.50 元, 与公司前期快报相同, 业绩符合预期。分红预案为: 每 10 股派发现金 1.70 元 (含税)。

■ 主要观点:**业绩符合预期**

2010 年, 受益于世界经济逐步复苏, 全球贸易出现了回暖迹象, 航运市场也有所恢复。其中: 波罗的海干散货运价指数 BDI 均值为 2758 点, 同比上升 5.4%; 沿海散货运价指数 CCBFI 均值为 1460 点, 同比上升 19.8%; 国际油品运输方面, 波罗的海原油油轮运价指数 (BDTI) 均值 896 点, 同比上升 54.2%。

2011 年, 公司完成货物运输周转量 2,697.2 亿吨海里, 同比增长 30.7%; 主营业务收入 113.99 亿元, 同比增长 30.7%, 主营业务成本人民币 89.31 亿元, 同比增长 26.5%; 实现归属于母公司所有者的净利润人民币 17.17 亿元, 同比增长 61.2%, 市场复苏使得运价与运量回升, 带来公司业绩的大幅增长。

2011 年, 公司完成干散货运量 1089.80 亿吨海里, 营业收入 53.00 亿元, 同比增长分别为 14.2% 和 42.2%。其中, 煤炭运输收入的增加主要源于运价的上涨, 而其他干散货量价齐增, 推动营收增长。

表 1 干散货运输情况

	运输周转量		营业收入	
	亿吨海里	同比增减 (%)	亿元	同比增减 (%)
内贸运输	590.0	6.0	38.92	34.3
煤炭	504.5	3.3	33.98	30.6
其他干散货	85.5	24.6	4.94	66.9
外贸运输	499.8	25.7	14.08	69.4
煤炭	43.7	-40.1	2.13	-15.1
其他干散货	456.1	40.5	11.95	106.0
合计	1089.80	14.2	53.00	42.2

数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

2010 年，公司完成油品运量 1607.4 亿吨海里，同比增长 27.3%；营业收入 60.98 亿元，同比增长 22.2%。可以看出，公司油品收入的增长主要是源于油品运输周转量的增长。

表 2 油品运输情况

	运输周转量		营业收入	
	亿吨海里	同比增减(%)	亿元	同比增减(%)
内贸运输	268.5	37.7	34.46	35.4
原油	207.4	35.5	28.26	33.6
成品油	61.1	45.8	6.20	44.2
外贸运输	1338.9	25.4	26.52	8.5
原油	1052.7	50.5	15.64	54.1
成品油	286.2	-22.3	10.88	-23.9
合计	1,607.4	27.3	60.98	22.2

数据来源：公司公告，上海证券研究所

表 3 公司主营业务情况 单位：百万、%

	营业收入		营业成本		营业利润率	
	百万	同比增长%	百万	同比增长%	%	同比增长(百分点)
煤炭运输	3,611.687	26.6	2,674.594	18.1	23.1	5.6
油品运输	6,097.958	22.2	4,947.561	26.0	18.9	-0.9
其他干散货运输	1,689.289	92.8	1,308.688	50.3	21.8	23.6
合计	11,398.934	27.9	8,930.843	30.7	20.6	3.8

数据来源：公司公告，上海证券研究所

油价上涨、运力投入带来成本大幅增长

2010 年，公司发生的燃油成本为 38.45 亿元，同比增长 44.0%，占主营业务成本的 43.1%。主要是由于国际油价大幅上升，虽然公司的平均燃油单耗同比下降 8.1%，由此燃油成本大增。2011 年 1-2 月，国际原油价格依然是处于上升状态中，高位的原油价格将吞噬公司利润。

2010 年，公司发生折旧费人民币 13.64 亿元，同比增长 29.9%，占主营业务成本的 15.3%。这个与公司新投入运力有关，2010 年平均运力投入增长 23.1%；2011 年预计运力增长 25% 左右，船舶折旧费依然会有较大幅度的增加。

投资收益大幅增长

2010 年，公司实现投资收益 2.18 亿元，较上年同期增长 254%。主要是得益于沿海散货运量与运价大幅上涨，合营公司经营业绩大幅上升；2010 年，合营公司共完成运输周转量 598.7 亿吨海里，实现营

业收入 53.05 亿元，净利润 4.35 亿元，分别较上年同期增长 92.4%、232.6% 和 259.5%。

图 1 主营业务收入构成

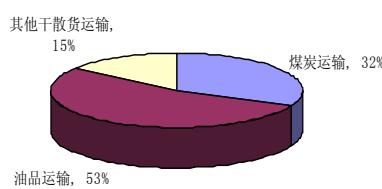
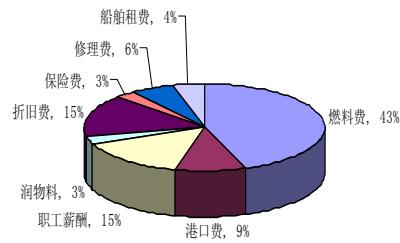


图 2 主营业务成本构成



资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

■ 投资建议：

维持投资评级：未来六个月内，跑赢大市。

2011 年公司 COA 合同运量和运价小幅上升，大客户战略继续；我们预计公司 2011、2012 年营业收入分别增长 23.50% 和 18.00%，归属于母公司所有者的净利润分别增长 13.54% 和 16.13%；每股收益分别为 0.57 元和 0.66 元；相应的动态市盈率分别为 17.45 倍和 15.03 倍。我们认为，随着航运需求的逐步回升，公司业绩有望继续提升；同时我们也关注到，全球运力投放的压力较大，运价受到压制，关注运量的变化情况，公司的稳健经营在行业内具有较大优势，维持“跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2010A	2011E	2012E
营业收入	11,409	14,091	16,627
年增长率	27.92%	23.50%	18.00%
归属于母公司的净利润	1,717	1,949	2,263
年增长率	61.21%	13.54%	16.13%
每股收益 (元)	0.504	0.572	0.665
PER (X)	19.81	17.45	15.03

注：有关指标按最新总股本计算

表 4 公司盈利预测 单位：百万元人民币

项 目	2010A	2011E	2012E
一、营业总收入	11,409	14,091	16,627
二、营业总成本	9,662	11,808	13,942
营业成本	8,936	11,054	13,052

营业税金及附加	117	169	200
销售费用	43	49	58
管理费用	315	310	366
财务费用	250	225	266
资产减值准备	1		
三、其他经营收益			
公允价值变动净收益	0		
投资净收益	218	282	333
四、营业利润	1,966	2,564	3,018
加：营业外收入	220		
减：营业外支出	14		
五、利润总额	2,171	2,564	3,018
减：所得税	449	615	754
六、净利润	1,722	1,949	2,263
减：少数股东损益	5		
归属于母公司所有者的净利润	1,717	1,949	2,263
总股本(百万股)	3,405	3,405	3,405
每股收益(元)	0.504	0.572	0.665

数据来源：公司公告，上海证券研究所

表5 公司财务指标

指标	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31
销售毛利率(%)	36.71	18.59	21.68
销售净利率(%)	30.61	11.94	15.09
净资产收益率(全面摊薄)(%)	25.16	4.98	7.60
流动比率	1.71	1.12	0.60
速动比率	1.56	1.01	0.50
资产负债率(%)	28.00	36.23	43.28
存货周转率	39.85	23.35	22.37
应收账款周转率	28.00	13.57	16.31
总资产周转率	0.66	0.28	0.31
主营业务收入同比增长率(%)	38.43	-49.21	27.92
净利润同比增长率(%)	16.90	-80.18	61.21
每股收益	1.59	0.31	0.50
每股经营性现金流量	1.78	0.56	0.80
每股未分配利润	3.47	3.45	3.80
每股资本公积金	1.21	1.21	1.21

数据来源：WIND 资讯，上海证券研究所

分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。