

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

年报点评

中远航运 (600428)

推荐 (维持)

在航运熊市中耐心等待跨越式发展机遇

2009 年 03 月 31 日	郑 武 交运行业首席研究员	86-755-22626441	zhengwu@pasc.com.cn
	岳 鑫	86-755-22624824	yuexin@pasc.com.cn

事 项

公司公告 08 年年报，实现每股收益 1.11 元，每股经营性现金流 1.32 元。拟 10 股派现金 2 元（注：公司 08 年中报每股派 0.2 元）。

主要观点

中远航运的 08 年盈利数据已经在数月前的业绩快报中披露，为了节约读者的时间，本报告只探讨三个问题：

- 1、航运熊市中，船公司报表的核心看点是什么？
- 2、中远航运实现未来发展战略的前提条件？
- 3、一季报业绩前瞻与评级；

我们认为熊市中航运公司的报表信息关键在于两个杠杆。中远航运的财务杠杆和经营杠杆非常合理，具备了在熊市中扩张船队的初步条件。

公司起码在一年以前已经预见到这一轮熊市，并作出了财务上的准备。但是要强化非定期班轮航线竞争壁垒，要实现熊市中更新并扩张运力，还有待 BDI 的再次下跌并持续低迷，以便获得低价造船乃至并购的机遇。

我们预计一季报业绩在 0.10-0.11 元左右，全年 EPS0.66 元。现在也许不是买入该公司的最好时机，短期股价甚至存在因一季报业绩和 BDI 调整带来的下跌风险。从中长期来看，未来船价的下跌将成为公司内在价值增长的契机。维持“推荐”评级。

一、 航运熊市中的报表看点

我们认为，在航运熊市中，为了判断企业风险水平和内在价值，财务杠杆和经营杠杆是船公司报表的核心看点。

经营杠杆主要取决于企业的固定成本水平。中远航运 08 年折旧费用 1.35 亿元，人力成本 9.57 亿元（含管理人力成本），长期租赁集团 7 条多用途船租金 1.55 亿元，三项合计占总成本 45%，说明公司在熊市中也不会出现亏损，具备较强的生存能力。此外，公司在建多用途船的盈亏平衡点低于 1.2 万美元/天，在大熊市中也能够保本。

公司总资产负债率 38%，并不算很低水平。但是从负债结构来看，安全性高并且负债成本低。14.4 亿的长期负债总额中有 7.8 亿元的 6 年期低息债券，3.8 亿元的美元负债（为应对人民币升值的主动性低成本负债）以及 2.75 亿元的递延所得税负债。负债结构带来了极低的负债成本，08 年财务费用-2 千万元。

公司的财务杠杆和经营杠杆非常合理，不仅可以避免熊市中的亏损风险，而且为企业在牛市中扩张打下基础。

二、 中远航运实现未来发展战略的前提条件？

中远航运高管在航运市场牛市中已经预见到熊市迟早会到来，并且一直耐心等待利用熊市寻找跨越式发展的机遇。

08 年 2 月我们和公司高管交流，公司领导判断在三年内的某个时间，航运市场将出现暴跌，因此，公司已经在 07 年末作出了资金的安排。中远航运的部分美元贷款利率只有 LIBOR+40BP，熟悉银行贷款业务的投资人应该会对印象深刻。

08 年 11 月 BDI 暴跌 80%之后我们交流，公司领导认为航运市场的熊市尚未结束。

09 年两次调研该公司，我们判断公司仍在等待更好的机会。

基金经理可以选择在宏观经济膨胀期买入航运股，收缩期卖出航运股。但是对于航运业的企业家来讲，他们无法选择从事的行业，只能选择公司的战略，持续提升管理，并坚守船舶投资的纪律。

纵观航运百年历史，我们认为优秀的船公司的核心能力是——在熊市中生存，乃至实现逆周期扩张。2008 年末中远航运持有 27 亿现金，20 亿元的贷款额度。公司极低的折旧费用折射出船龄老化的隐忧，航运市场的熊市，是中远航运改善船型结构，并实现逆周期扩张的必要条件。

三、 一季度业绩前瞻与评级

我们预计公司一季度每股收益在 0.10-0.11 元左右，其中半潜船的结算可能会影响我们预测的准确性。预计全年每股收益 0.65 元。

中远航运过去5个月股价反弹了将近100%，未来实现战略目标有赖于航运市场的继续低迷，并且存在一季报低于市场预期风险，我们认为现在不是买入的良机。

但考虑到公司长期以来表现出的卓越管理能力，对于中长期投资者，维持“推荐”评级。

中远航运是唯一一家我们 07 年以来从未下调过评级的航运公司。尽管公司 08 年管理层出现了更替，但整体管理团队稳定。尤其是新 CEO 韩总以往在泛亚公司创造了令境内外同行惊奇的业绩，到任后勤勉推进中远航运的精细化管理，让我们对公司中长期价值增长，继续充满期待。

近期相关报告

出口货种结构改善，难抵回程货源短缺——08 三季度点评
结构改善抵御风险，三季度业绩有短期压力——08 中报快评

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场8层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257