

航运 III



夏福陆

交通运输研究员

021-38565942

xiafl@xyzq.com.cn

中远航运 (600428)

特运王者 09 年为业绩最低点

——2008 年报点评

推荐 (维持)

市场数据

报告日期	2009-3-31
收盘价(元)	9.68
52 周最高/最低(元)	40.30/5.01
总股本(百万股)	1310.40
流通股本(百万股)	1310.40
总市值(百万元)	12684.67
流通市值(百万元)	12684.67
每股净资产(元)	3.18

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2009 中报
营业收入(百万元)	6901	5130	5610	6020	1859
同比增长(%)	29.6%	-25.7%	9.4%	7.3%	-24.5%
净利润(百万元)	1448	911	1183	1338	325
同比增长(%)	34.9%	-37.1%	29.8%	13.1%	41.3%
毛利率(%)	30.5%	25.5%	29.1%	29.7%	21.2%
净利率(%)	21.0%	17.8%	21.1%	22.2%	17.4%
每股收益(元)	1.11	0.70	0.90	1.02	0.25
每股经营现金流(元)	1.32	0.54	0.95	1.09	0.33

股价走势



投资要点

事件:

公司 2008 年实现营业收入 69.01 亿元,比上年同期增加 29.59%;实现营业利润 17.36 亿元,比上年同期增加 27.93%;实现净利润 14.48 亿元,比上年同期增加 34.86%。公司 2008 年实现每股收益 1.11 元,符合我们每股收益 1.10 元的预期。

点评:

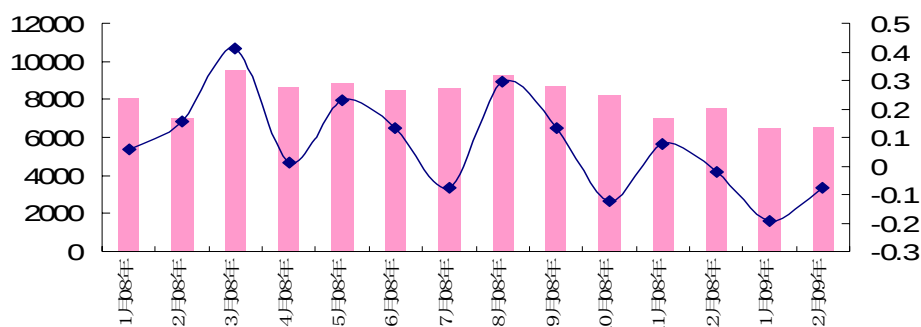
我们认为,中远航运 08 年业绩增长较快, EPS 符合我们预期的 1.10 元。08 年增长动力主要是各类运输业务运量增长和运价上涨。具体分析如下:

- **多用途船与杂货船。**2008 年,公司拥有和控制多用途船、杂货船共 69 艘,计 115.07 万载重吨。公司多用途和杂货船具有规模优势,航线布局广,可为同一客户提供全球运输服务。公司多用途和杂货船共实现营业收入人民币 51.63 亿元,占公司船队营业收入 77.70%;实现船队营业利润人民币 13.01 亿元,占船队营业利润 77.48%。

2008 下半年至 2009 年一季度,由于货量减少和运价下跌,多用途船和杂货船的效益受到较大影响。尤其是杂货船,受船型和船龄制约,效益大幅下滑,这种状况预计在 2009 上半年仍将持续。为此,公司及时调整策略,考虑安全风险和维护成本,2009 年加大老旧船舶退役力度,截至 2009 年 3 月 28 日,公司以拆船方式退役老旧杂货船 7 艘。

相关报告

图 1、月度总运量:百吨



数据来源：兴业证券研发中心

图 2、多用途船运量:百吨

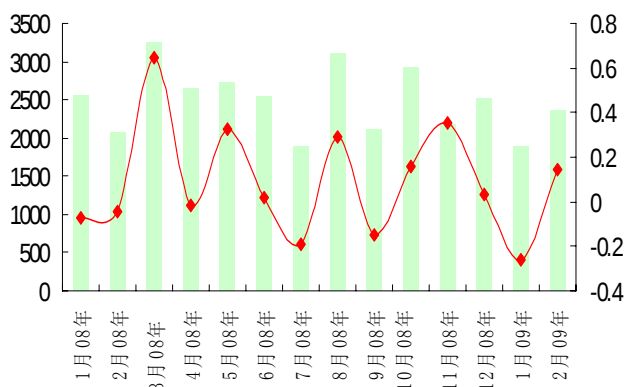
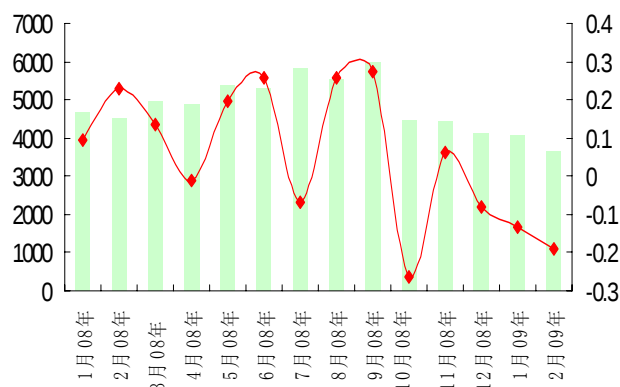


图 3、杂货船运量:百吨



数据来源：兴业证券研发中心

- **半潜船。**2008 年公司拥有 3 艘半潜船，计 5.42 万载重吨。其中，两艘新型半潜船主要承运钻井平台、大型储油平台、集装箱桥吊等海上工程和大型机械设备。2008 年半潜船运输货源充足，为公司创造了较好的经营效益。公司半潜船共实现营业收入人民币 3.61 亿元，占船队营业收入 5.44%；实现船队营业利润人民币 2.13 亿元，占船队营业利润 12.71%。

图 4、重吊船运量:百吨

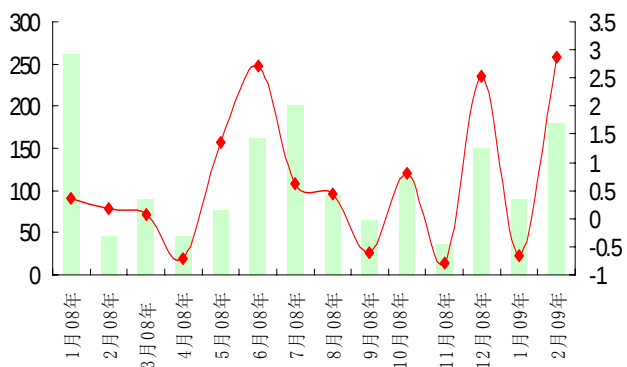
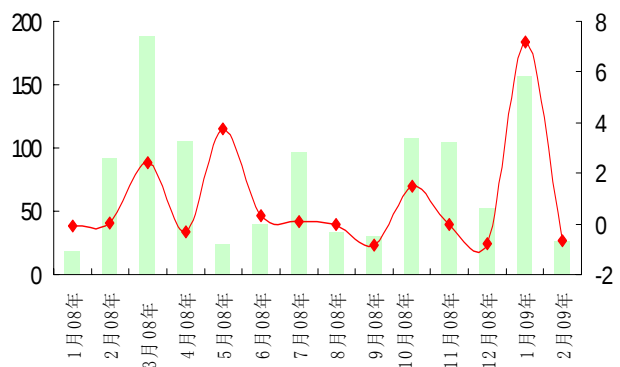


图 5、半潜船运量:百吨



数据来源：兴业证券研发中心

- **重吊船。**2008 年公司拥有 4 艘重吊船，计 6.78 万载重吨。2008 年，受惠于全球基础设施建设、能源建设等工程项目货的旺盛需求，重吊船运输全年保持了相对稳定的经营水平。2008 年公司重吊船共实现营业收入人民币 2.19 亿元，占船队营业收入 3.30%；实现船队营业利润人民币 1.14 元，占船队营业利润 6.81%。

图 6、汽车船运量:百吨

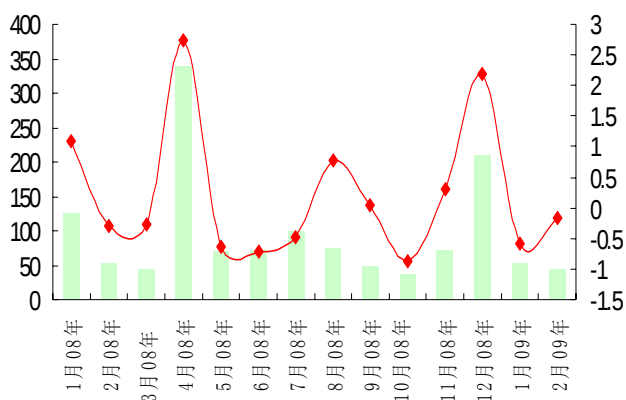
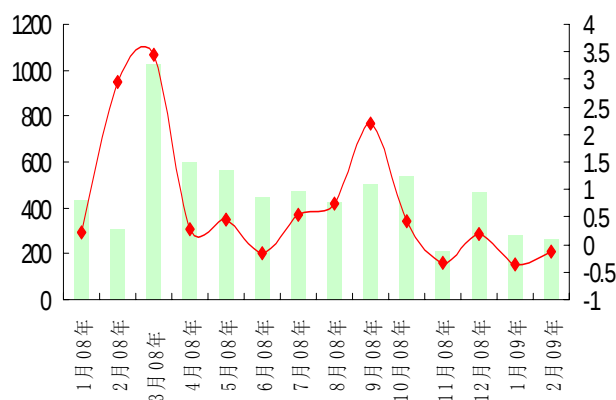


图 7、滚装船运量:百吨



数据来源：兴业证券研发中心

- **汽车船。**2008 年公司拥有 5 艘汽车船，计 3.58 万载重吨。公司汽车船，一方面继续为丰田等厂商提供国内班轮运输服务；另一方面，积极开拓中国至波斯湾、地中海等国际航线，同时租入部分运力，有效提高市场占有率。下半年，受汽车销售市场下滑影响，公司汽车船运输收入和利润出现大幅下滑。公司汽车船共实现营业收入人民币 2.75 亿元，占船队营业收入 4.13%；实现船队营业利润人民币 0.17 亿元，占船队营业利润 1.04%。
- **滚装船。**2008 年公司拥有 3 艘滚装船，计 4.14 万载重吨。公司滚装船共实现营业收入人民币 6.27 亿元，占船队营业收入 9.43%；实现船队营业利润 3.29 亿元，占船队营业利润 1.96%。
- **展望：**2009 年，受益于国家出口退税政策的调整、新兴市场需求仍较旺盛以及中国制造业的比较竞争优势等因素，中国机械设备出口增速虽有放缓，但仍有望实现达到 10% 左右的增长，钢材出口量可能超过 4000 万吨，这些将为公司出口运输提供有力支撑。
- **维持评级：推荐。**预计中远航运 2009-2011 年 EPS 分别为 0.70 元、0.90 元和 1.02 元，当前动态 PE 估值分别为 11.62 倍、8.95 倍和 7.92 倍，PB 估值为 2.0 倍。基于中远航运在 09 年处于业绩最低点，未来几年仍保持较好的成长性，我们继续维持“推荐”评级。

表、中远航运分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	08-1Q	08-2Q	08-3Q	08-4Q	QOQ	2007	2008	YOY	说明
营业收入	1586	1879	1897	1540	-18.8%	5325	6901	29.6%	全年运价均值上涨，运量增加
营业成本	1018	1183	1378	1215	-11.8%	3622	4794	32.4%	燃油以及人工成本的增加
毛利	568	696	519	325	-37.4%	1704	2107	23.7%	运价上涨高于成本上涨幅度
销售费用	5	17	8	8	3.9%	24	37	55.4%	
管理费用	69	21	95	90	-5.2%	202	275	36.0%	
财务费用	9	0	-12	-19	57.8%	45	-21	-146.5%	
资产减值	-1	2	5	-9	-294.9%	7	-4	-154.0%	处置固定资产转销减值准备
公允价值	0	0	0	0		0	0		
投资收益	0	23	0	0		12	23	94.6%	公司投资收益增加所致
营业利润	459	651	399	227	-43.2%	1357	1736	27.9%	
利润总额	459	646	399	227	-43.2%	1470	1731	17.8%	
净利润	357	569	328	194	-40.9%	1074	1448	34.9%	
EPS	0.545	0.869	0.250	0.148	-40.9%	1.639	1.105	-32.6%	
销售费用率	0.3%	0.9%	0.4%	0.5%	0.1%	0.5%	0.5%	0.1%	
管理费用率	4.3%	1.1%	5.0%	5.8%	0.8%	3.8%	4.0%	0.2%	
财务费用率	0.6%	0.0%	-0.6%	-1.2%	-0.6%	0.9%	-0.3%	-1.2%	
所得税率	19.4%	10.7%	18.4%	16.2%	-2.2%	25.8%	15.5%	-10.2%	
毛利率	35.8%	37.0%	27.4%	21.1%	-6.3%	32.0%	30.5%	-1.5%	
净利润率	22.5%	30.3%	17.3%	12.6%	-4.7%	20.2%	21.0%	0.8%	

资料来源：兴业证券研发中心

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3189	3627	4979	6512
货币资金	2704	3199	4547	6043
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	115	116	116	128
其他应收款	40	31	33	36
存货	143	123	125	134
非流动资产	3935	3758	3525	3285
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	41	41	41	41
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	2440	2975	3113	3051
在建工程	1447	723	362	181
油气资产	0	0	0	0
无形资产	3	4	5	6
资产总计	7125	7385	8505	9797
流动负债	1234	1090	1062	1141
短期借款	137	68	80	85
应付票据	0	0	0	0
应付账款	552	502	501	540
其他	545	520	481	515
非流动负债	1439	904	991	962
长期借款	384	384	384	384
其他	1056	521	608	579
负债合计	2674	1994	2053	2104
股本	1310	1310	1310	1310
资本公积	838	838	838	838
未分配利润	1577	2373	3279	4336
少数股东权益	85	96	109	124
股东权益合计	4451	5391	6451	7694
负债及权益合计	7125	7385	8505	9797

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1448	911	1183	1338
折旧和摊销	136	188	225	243
资产减值准备	-4	0	-0	1
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-21	-80	-120	-178
投资损失	-23	-19	-20	-20
少数股东损益	14	11	13	15
营运资金的变动	-103	35	42	-36
经营活动产生现金流量	1713	710	1242	1435
投资活动产生现金流量	-374	29	19	18
融资活动产生现金流量	1366	-244	87	43
现金净变动	2705	495	1348	1496
现金的期初余额	921	2704	3199	4547
现金的期末余额	3626	3199	4547	6043

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	6901	5130	5610	6020
营业成本	4794	3820	3980	4230
营业税金及附加	107	79	86	93
销售费用	37	26	29	31
管理费用	275	201	221	237
财务费用	-21	-80	-120	-178
资产减值损失	-4	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	23	19	20	20
营业利润	1736	1103	1433	1627
营业外收入	0	38	26	30
营业外支出	5	4	4	4
利润总额	1731	1137	1455	1653
所得税	268	215	259	300
净利润	1462	922	1196	1353
少数股东损益	14	11	13	15
归属母公司净利润	1448	911	1183	1338
EPS (元)	1.11	0.70	0.90	1.02

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	29.6%	-25.7%	9.4%	7.3%
营业利润增长率	27.9%	-36.5%	30.0%	13.5%
净利润增长率	34.9%	-37.1%	29.8%	13.1%
盈利能力(%)				
毛利率	30.5%	25.5%	29.1%	29.7%
净利率	21.0%	17.8%	21.1%	22.2%
ROE	33.2%	17.2%	18.6%	17.7%

偿债能力(%)

资产负债率	37.5%	27.0%	24.1%	21.5%
流动比率	2.58	3.33	4.69	5.71
速动比率	2.47	3.22	4.57	5.59

营运能力(次)

资产周转率	0.97	0.69	0.66	0.61
应收帐款周转率	43.95	42.19	46.03	46.92

每股资料 (元)

每股收益	1.11	0.70	0.90	1.02
每股经营现金	1.32	0.54	0.95	1.09
每股净资产	3.33	4.04	4.84	5.78

估值比率 (倍)

PE	7.31	11.62	8.95	7.92
PB	2.43	2.00	1.67	1.40

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。