

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。

公司点评

中远航运 (600428)

中性 (下调)

股价上涨吸引力下降，下调评级为“中性”

2009年04月13日

郑武、岳鑫

86-755-22626441

zhengwu@pasc.com.cn

事项

中远航运一季度业绩预告，一季度净利润同比下滑50%以上，08年一季度每股收益为0.27元。

主要观点

公司一季度业绩下滑超过50%应在市场预期之内，我们预计经营利润下滑超过75%。

我们过去低估了中国钢材出口下降的速度，鉴于对俄罗斯与韩国货币贬值后竞争力的分析，下调一季度经营性每股收益至0.06元/股，考虑测算误差，预计一季度每股收益在0.06-0.08元之间。

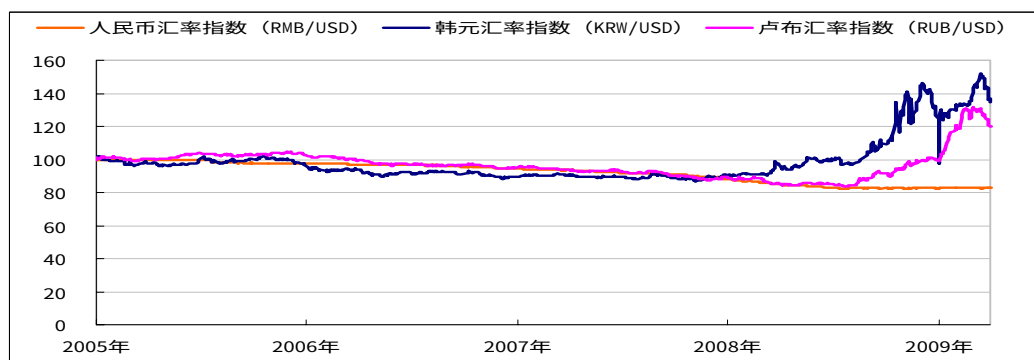
公司的战略、管理和治理一直让我们认同和尊敬，我们一直信奉“时间是好公司的朋友”，过去两年没有下调过该公司的评级。

尽管我们3月31日的报告认为公司有望在航运熊市中实现跨越式的发展，但是造船战略实施需要以航运业继续低迷为契机，才能获得具有安全空间的造船价格。过去十天公司股价继续上涨21%，2008年初以来，该股跑赢了中海发展股价将近70%。但目前11.70元的股价隐含的风险增大，隐含的收益降低，下调评级为“中性”。

一、我们低估了钢材出口对盈利的影响

海关总署4月10日最新公布数据显示，中国3月份出口钢材167万吨，出口钢坯为0。而2008年月平均出口钢材量达到494万吨，累计出口钢坯129万吨。

图表 1 人民币/韩元/卢布兑美元汇率走势对比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

在08年，钢材对公司的盈利贡献不大，我们过去也低估了这一因素对盈利的冲击。随着整体毛利率的下滑，2-3月份钢材出口下滑足以对盈利造成较大的压力。我们预计4月份的出口退税税率上调对出口有帮助，但09年的钢材出口复苏仍将较为缓慢。

我们认为中国去年四季度下调出口退税率并非出口下滑的主要原因。随着原油价格的暴跌和金融危机的蔓延，俄罗斯和韩国的币值出现了暴跌，而人民币有效汇率持续升值。俄罗斯目前的钢铁产能使用率在70%左右，并且国产铁矿石占比较高，所以汇率升值大幅提高了其钢材产品的价格竞争力。

二、复苏寄希望于通货再膨胀与中国的非洲战略

中远航运多用途船航线经营的核心价值来自于非洲和拉美国家的基建需求，以及公司在特定航线建立的运输密度和服务品质的比较优势。

08年末大宗商品价格的暴跌，对于非洲和拉美国家的国际支付能力带来了较大的压力。中远航运未来盈利的真正拐点出现，需要两个条件：

1、“通货再膨胀”（reflation）导致大宗商品价格的复苏，从而带动非洲和拉美国际收支平衡表的改善；从欧美货币发行量快速增加来看，未来两年发生通货再膨胀的概率较大。

2、中国的非洲战略和拉美战略

中国加入世贸组织之后，中美贸易的快速发展，很大程度上是因为中国通过购买美国国债，为美国消费者提供了巨额的“买方信贷”。

金融危机带来世界经济格局的调整机会，过去两年中国因为大宗商品价格暴涨导致贸易条件恶化。中国有望在这次调整中通过对非洲和拉美等资源型经济的基建投资，为下一个经济周期创造更为可靠的资源供应环境。日本曾经在其经济繁荣期大量投资海外资源矿山，中国也终于引来了这次周期性的机会。

我们预计，未来五年中非、中拉关系有望继续快速发展，中国的“买方信贷”将带动对这些地区设备和钢材的出口。因此，我们认为公司的造船战略具有合理的长期需求基础，对于公司长期盈利前景依然乐观。

三、下调评级为“中性”

尽管我们3月31日的年报点评认为公司有望在航运熊市中实现跨越式的发展，但是需要提示，造船战略实施需要以航运业继续低迷为契机，才能获得具有安全空间的造船价格。

过去十天公司股价继续上涨21%，2008年初以来，该股跑赢了中海发展股价将近70%。我们下调公司一季度盈利预测为0.06-0.08元，下调全年盈利预测为0.509元。下调评级为“中性”。

近期相关报告

在航运熊市中耐心等待跨越式发展机遇——08 年报点评

出口货种结构改善，难抵回程货源短缺——08 年三季度报点评

结构改善抵御风险，三季度业绩有短期压力——08 年中报快评

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