

中远航运 600428.SS

关注低成本扩张与四季度业绩

- **公司半潜船、重吊船毛利率稳定。**上半年公司业绩主要来自于这两块业务。受整体航运运费水平的下降，公司杂货船与多用途船收入与盈利也出现了大幅下降。多用途船作为公司 2008 年最大的盈利来源，在 2009 年上半年实现了 20000\$/d 的租金水平，现在也有 10000\$/d 的水平，应该说从一个周期来看，这样的水平是不错的。杂货船的盈利能力较差。汽车船盈利能力也较弱，但公司长期看好汽车船市场。
- **10 月份业绩或将改善。**7、8、9 三月本来也是每年相对低点，应该也是这一轮的底部。从 10 月份开始或将看到明显环比增长。机械出口、钢材出口，两者肯定反映到公司运量中去。由于绝大部分货为提前几个月订货，最短 2-3 个月。完成到变成报表上的又有滞后，因此业绩并不反映当前运费水平，上半年的 BDI 的上涨也没有明显在公司业绩中反映。现在预计，四季度可能会有比较好的数据。
- **公司业绩触发点在于机械与钢材的出口。**公司运输中，进口收入只占 15%，进口的 70% 为干散货，这一部分直接受 BDI 波动影响。作为特种船运输公司，在运费定价上公司主要采取 case by case 的定价机制，但整体业绩表现上，公司的业绩还是与 BDI 表现高度相关。由于公司运输的出口物资主要是从远东流向东南亚及非洲国家，因此对其四季度出口的增长我们较有信心。
- **公司船队发展以多用途船与重吊船为主。**公司将围绕多用途船与重吊船为主构建自己的船队。由于看好油价的表现，也就看好海上钻井平台建设，公司因此将适度发展半潜船的规模。汽车船尽管目前盈利能力较弱，但从长期来看，公司对中国的汽车出口相对乐观，也将适度发展。由于杂货船盈利较差，公司目前已有 15 条杂货船退出。计划中，2009、2010、2011 年公司分别有 3 艘、7 艘、4 艘船舶交付，其中 2 艘为半潜船，12 艘多用途船。此计划不包括公司在目前船价下跌环境下，可能出现的新的船舶交易。
- **建议买入中远航运。**中远航运这家公司应该关注其低成本扩张能力和船队结构的调整。现有的确定计划中，公司 2010、2011 年各有一艘半潜船交付，多用途船明年将交付 6 艘，2011 年 3 艘。同时公司也在寻找在船价低迷时船队结构调整的机会。因此我们相对看好公司的质地变化。其次，我们认为公司四季度的运量将会有有一个明显的增长，BDI 在四季度也将会有一次反弹机会，综合两者，我们在航运业将经历一轮几年甚至十几年的相对低迷期时，看好 2009 四季度的交易性机会，给予公司买入评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

章琪

交通运输行业高级分析师
8621-63325888 × 6066
Zhangqi1@orientsec.com.cn

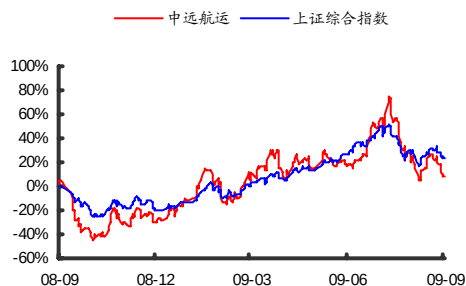
徐捷

交通运输行业资深分析师

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2009 年 9 月 25 日)	9.56 元
目标价格 (6 个月)	12.50 元
总股本/A 股 (万股)	131042/131042
国家/地区	中国
行业	海运
报告日期	2009 年 9 月 25 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-11.20	-8.25	7.97
相对表现 (%)	-7.85	-4.50	-15.59

财务预测

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入同比	38%	30%	-42%	24%
EBITA 同比	79%	22%	-91%	310%
ROE	32%	33%	4%	13%
ROIC	36%	44%	-3%	11%
EPS	1.64	1.11	0.12	0.41
每股净资产	5.09	3.33	2.81	3.22
P/E	5.9	8.7	80.5	23.3
p/B	1.9	2.9	3.4	3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表：财务报表预测与比率分析

	2007	2008	2009E	2010E		2007	2008	2009E	2010E
流动资产	1457	3189	470	564	营业总收入	5325	6901	4021	5000
现金	921	2704	201	250	营业总成本	3980	5188	3899	4399
应收票据	0	0	0	1	营业成本	3622	4794	3599	4009
应收账款	183	115	67	84	销售费用	24	37	22	27
预付账款	183	175	54	60	管理费用	202	275	178	221
存货	135	143	107	119	财务费用	45	-21	41	68
非流动资产	3547	3935	4731	5762	其他经营收益	12	23	21	41
长期投资	41	41	41	41	投资净收益	12	23	21	41
固定资产	2576	2440	2951	4502	营业利润	1357	1736	143	642
在建工程	928	1447	1736	1215	营业外收入减支出	113	-5	32	0
无形资产	1	3	2	3	利润总额	1470	1731	175	642
资产合计	5004	7125	5201	6326	减：所得税	379	268	18	96
					净利润	1091	1462	158	546
应付项目	943	989	743	827	少数股东损益	17	14	2	5
附息负债	445	1363	677	1126	归属母公司净利润	1074	1448	156	541
短期借款	0	137	-701	-881					
长期附息负债	445	1226	1377	2007	成长能力				
其他负债	207	321	9	48	营业收入同比	38%	30%	-42%	24%
负债合计	1595	2674	1428	2002	EBITA 同比	79%	22%	-91%	310%
所有者权益	3409	4451	3773	4324	归属母公司净利润同比	84%	35%	-89%	246%
实收资本	655	1310	1310	1310	利润水平				
资本公积	614	838	838	838	销售毛利率	32%	31%	11%	20%
留存收益	2069	2218	2374	2915	销售净利率	20%	21%	4%	11%
少数股东权益	71	85	88	99	整体绩效				
负债和权益合计	5004	7125	5201	6326	ROE	32%	33%	4%	13%
经营活动现金流	1184	1673	257	1074	ROIC	36%	44%	-3%	11%
净利润	1091	1462	158	546	运营效率				
折旧摊销	147	136	150	529	应收账款周转率	42.7	46.3	44.1	66.4
营运资金变动	-43	109	-42	40	存货周转率	40.9	49.6	32.1	44.1
投资活动现金流	-785	-501	-925	-1519	偿债能力				
资本支出	-795	-521	-950	-1559	流动比率	1.4	2.7	11.2	-10.5
长期投资	12	23	21	41	速动比率	1.3	2.6	8.6	-8.3
筹资活动现金流	-269	612	-1835	494	EBITA / I	11.7	23.0	4.0	9.9
短期借款	0	137	-837	-180	资产负债率	32%	38%	27%	32%
长期借款	-131	781	151	630	每股指标				
普通股增加	0	655	0	0	EPS	1.64	1.11	0.12	0.41
资本公积	0	224	0	0	每股净资产	5.09	3.33	2.81	3.22
其他	-138	-1185	-1149	45	P/E	5.9	8.7	80.5	23.3
现金净增加额	130	1784	-2503	49	p/B	1.9	2.9	3.4	3.0

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

章琪：交通运输行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn