

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 021-63217917 yangjf@cjsc.com.cn

## 10 月份生产数据明显好转，4 季度业绩有望显著改善

### 事件描述

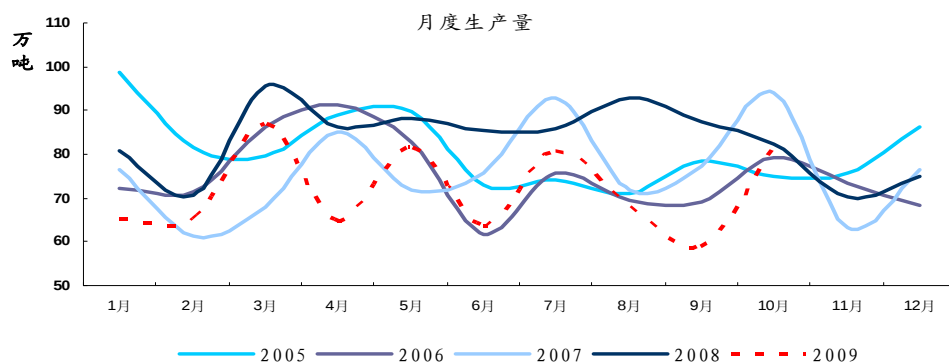
- 1、中远航运近日公布了 10 月份生产数据：总运量为 81 万吨，同比微降 1.44%，环比大幅上升 37.75%；总周转量为 42.26 亿吨海里，同比下降 7.39%，环比上升 33.12%。而且增长的货量主要是租金水平维持上涨，为公司贡献业绩的半潜船和重吊船。
- 2、分业务量来看，多用途船完成生产量 50.68 万吨，同比上升 13.04%，环比上升 16.99%。杂货船完成运量 18.26 万吨，环比上升 76.4%。
- 3、特种杂货船：重吊船完成货运量 5.26 万吨，同比上升 355%，累计同比上升 70.11%；半潜船完成货运量 9500 吨，同比下降 12.44%，累计同比下降 1.15%。
4. 近期 BDI 上涨幅度超过我们之前预期。对于中远航运的投资逻辑，既存在由运价波动带来的短期交易机会，同时由于所处细分的行业运价可能会在未来表现独立于其它海运市场，我们认为也可考虑做为中长期配置的品种。维持“谨慎推荐”评级。

### 事件评论

#### 10 月份生产数据——环比明显好转

公司月度生产数据按照已完成航次计算，由于三季度的部分航次 10 月份完成，导致 10 月份的生产数据出现了高反弹，这符合公司的核算特征，也符合我们认为 10 月份公司货量环比将显著上升的预期。

1. 10 月份总运量为 81 万吨，同比微降 1.44%，环比大幅上升 37.75%；总周转量为 42.26 亿吨海里，同比下降 7.39%，环比上升 33.12%。而且增长的货量主要是租金水平维持上涨，为公司贡献业绩的半潜船和重吊船。
- 2、分业务量来看，多用途船完成生产量 50.68 万吨，同比上升 13.04%，环比上升 16.99%。杂货船完成运量 18.26 万吨，环比上升 76.4%。
- 3、特种杂货船：重吊船完成货运量 5.26 万吨，同比上升 355%，累计同比上升 70.11%；半潜船完成货运量 9500 吨，同比下降 12.44%，累计同比下降 1.15%。

**图 1: 中远航运 10 月生产量反弹符合预期**


资料来源：长江证券研究部

**表 1: 中远航运生产量分月数据**

| 单位：吨            | 2009.10 | 2009.9  | 2009.8  | 2009.7  | 2009.6  | 2009.5  | 2009.4  | 2009.3  |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 总运量             | 809,982 | 588,006 | 677,792 | 807,120 | 636,730 | 817,183 | 869,385 | 653,788 |
| 同比 (%)          | -1.44   | -32.66  | -27.02  | -5.83   | -25.49  | -7.53   | -24.75  | -9.17   |
| 环比 (%)          | 37.75   | -13.25  | -16.02  | 26.76   | -22.08  | 25.94   | -25.36  | 32.98   |
| 总周转量<br>(百万吨海里) | 4225.79 | 3174.34 | 3378.22 | 4959.14 | 3417.06 | 3979.16 | 3202.37 | 4362.52 |
| 同比 (%)          | -7.39   | -37.53  | -32.00  | 0.89    | -22.91  | -7.68   | -27.57  | -19.62  |
| 环比 (%)          | 33.12   | -6.04   | -31.88  | 45.13   | -14.13  | 24.26   | -26.59  | 22.15   |
| 多用途船            | 506,844 | 433,242 | 456,869 | 528,733 | 389,768 | 574,657 | 500,578 | 365,794 |
| 同比 (%)          | 13.04   | -27.50  | -17.54  | -8.91   | -26.06  | 7.07    | 0.66    | -18.97  |
| 环比 (%)          | 16.99   | -5.17   | -13.59  | 35.65   | -32.17  | 41.99   | 36.85   | -9.70   |
| 杂货船             | 182,608 | 103,521 | 188,575 | 211,066 | 193,712 | 181,555 | 296,488 | 236,256 |
| 同比 (%)          | -37.75  | -50.92  | -39.41  | 11.61   | -24.06  | -33.52  | -8.77   | 14.30   |
| 环比 (%)          | 76.40   | -45.10  | -10.66  | 8.96    | 6.70    | 6.69    | 25.49   | 25.01   |
| 半潜船             | 9,500   | 5,234   | 5,000   | 10,978  | 3,717   | 7,281   | 8,000   | 2,786   |
| 同比 (%)          | -12.44  | 74.47   | 46.63   | 13.16   | -7.95   | 201.24  | -57.66  | -69.72  |

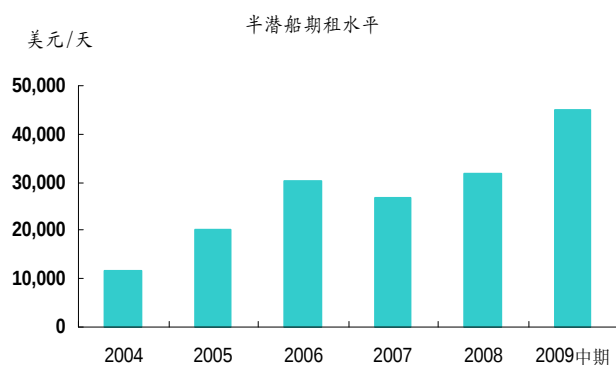
|         |        |         |        |        |        |        |        |        |
|---------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 环比 (%)  | 81.51  | 4.68    | -54.45 | 195.35 | -48.95 | 48.59  | 187.15 | -82.36 |
| 重吊船     | 52,577 | -       | 9,662  | 25,345 | 21,750 | 17,795 | 2,246  | 18,011 |
| 同比 (%)  | 355.09 | -100.00 | 0.93   | 25.96  | 33.33  | 133.25 | -74.84 | 286.42 |
| 环比 (%)  | -      | -100.00 | -61.88 | 16.53  | 22.23  | -56.73 | -87.53 | 101.62 |
| 汽车船&滚装船 | 58,453 | 46,009  | 17,686 | 30,998 | 27,783 | 35,895 | 62,073 | 30,941 |
| 同比 (%)  | 1.26   | -16.48  | -64.97 | -46.27 | -46.54 | -43.82 | -70.41 | 24.13  |
| 环比 (%)  | 27.05  | 160.14  | -42.94 | 11.57  | -22.60 | 28.42  | -54.97 | 100.62 |

资料来源：公司资料，长江证券研究部

## 公司未来发展战略明确——专注细分市场

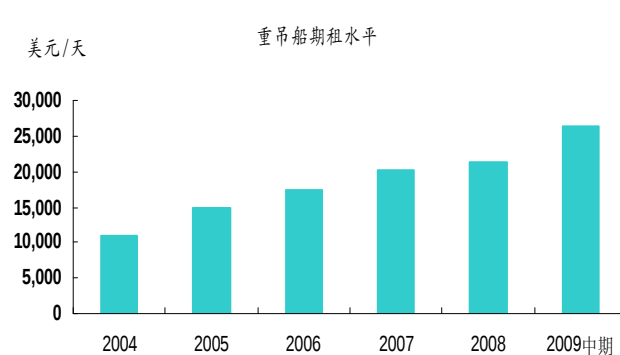
- 1、重吊船业务逐步壮大。公司未来有 7 艘 2.8 万吨（1 艘已经交付，且已经投入运营，其承载货物单件重量已经创历史记录）带 400 万吨重吊能力的多用途船交付使用，这种重吊船较公司现有的重吊船的承运能力更强，适载能力更广泛。预计交付的 2.7 万吨重吊船除了 4 月份已交付的一艘外，其余三艘都加上 200 万吨重吊能力的重吊。至此 2009、2010 和 2011 年底公司重吊船分别 7、12、15 艘。至此，公司将经营亚洲区域最大的重吊船队伍（川崎汽船有 1 艘重吊船），拥有最前沿的技术水平，专注于细分市场。
- 2、新型半潜船将推动公司进入高端市场。另外公司新型 5 万吨级半潜船（目前半潜船领域内高端载重吨位）也将在明年交付，该型号半潜船将能够使公司向更高端的市场发展。目前，世界上 DOCKWISE 公司在半潜船领域内具有统治地位（拥有 16 艘半潜船），但公司承运领域与其并不形成直接冲突，DOCKWISE 经营航线为从欧美东行，而公司主要从中东载货西行。未来公司运力交付后将逐渐开发美国——中国航线，南美——中国航线，进一步扩展半潜船市场。
- 3、

图 1：半潜船期租水平稳定上升



资料来源：公司资料，长江证券研究所

图 2：重吊船期租水平稳定上升



资料来源：Dockwise 年报，公司年报，长江证券研究所

**表 2: 中远航运未来船舶交付**

| 2.7 万吨多用途船  |                                        |          |        |        |
|-------------|----------------------------------------|----------|--------|--------|
| 原定交付时间      | 2009.6                                 | 2009.10  | 2010.4 | 2010.9 |
| 备注          | 2009.4 已交付                             | 已交付（带重吊） | 带重吊    | 带重吊    |
| 2.8 万吨多用途船  |                                        |          |        |        |
| 原定交付时间      | 2009.8 首次交付一艘，此后每四个月交付一艘               |          |        |        |
| 备注          | 2009.10 已交付一艘，带 400 万吨起吊能力重吊（比重吊船性能更佳） |          |        |        |
| 2 艘 5 万吨半潜船 |                                        |          |        |        |
| 原定交付时间      | 2010 年 9 月、2011 年 3 月各交付一艘             |          |        |        |

资料来源:公司资料，长江证券研究部

**表 3: 公司未来运力变化**

| 单位: 万吨  | 2005   | 2006   | 2007   | 2008   | 2009   | 2010   | 2011  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 重吊船（艘）  | 4      | 4      | 4      | 4      | 7      | 12     | 15    |
| 年底运力    | 6.78   | 6.78   | 6.78   | 6.78   | 15.08  | 28.88  | 37.28 |
| 有效运力    | 6.78   | 6.78   | 6.78   | 6.78   | 7.70   | 20.81  | 31.91 |
| 半潜船（艘）  | 3      | 3      | 3      | 3      | 3      | 4      | 5     |
| 年底运力    | 4.84   | 5.15   | 5.15   | 5.42   | 5.42   | 10.42  | 15.42 |
| 有效运力    | 4.84   | 5.15   | 5.15   | 5.42   | 5.42   | 7.08   | 14.17 |
| 多用途船（艘） | 46     | 47     | 47     | 49     | 50     | 50     | 50    |
| 年底运力    | 84.32  | 88.49  | 88.49  | 90.31  | 93.01  | 93.01  | 93.01 |
| 有效运力    | 84.32  | 86.41  | 88.49  | 90.31  | 92.11  | 93.01  | 93.01 |
| 杂货船（艘）  | 30     | 23     | 20     | 20     | 5      | 5      | 5     |
| 年底运力    | 38.43  | 29.34  | 24.76  | 24.76  | 6.19   | 6.19   | 6.19  |
| 有效运力    | 38.43  | 29.34  | 24.76  | 24.76  | 14.34  | 6.19   | 6.19  |
| 滚装船（艘）  | 3      | 3      | 3      | 3      | 3      | 3      | 3     |
| 年底运力    | 4.14   | 4.14   | 4.14   | 4.14   | 4.14   | 4.14   | 4.14  |
| 有效运力    | 4.14   | 4.14   | 4.14   | 4.14   | 4.14   | 4.14   | 4.14  |
| 汽车船（艘）  | 4      | 4      | 5      | 5      | 5      | 5      | 5     |
| 年底运力    | 2.73   | 2.73   | 3.66   | 3.58   | 3.58   | 3.58   | 3.66  |
| 有效运力    | 2.44   | 2.73   | 3.66   | 3.58   | 3.58   | 3.58   | 3.66  |
| 合计（艘）   | 90     | 84     | 82     | 84     | 73     | 79     | 83    |
| 年底运力    | 141.24 | 136.63 | 132.98 | 134.99 | 127.42 | 146.22 | 159.7 |

|      |        |         |        |        |        |        |        |
|------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 有效运力 | 138.51 | 131.815 | 129.32 | 131.41 | 119.14 | 134.82 | 153.08 |
|------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|

资料来源：公司资料，长江证券研究所

## 公司四季度业绩——预计环比明显改善

- 1、新船交付导致运量增加。10月份公司新交付了1艘2.8万吨重吊船和1艘2.7万吨的多用途船，其中2.8万吨的多用途船交付之前已经签订了运往非洲的运送合同，交付后即起运；2.7万吨的多用途船也交付后即承运货物参与运输，预计在四季度均可完成航次（按照生产特征，通常2月左右即可完成航次），这将会增加公司四季度的生产量。
- 2、生产特征导致四季度运量环比大幅增长。通过图1我们可以看到，7月份是公司完工航次较多的一月，此后10月和12月又是完工航次的两个峰值期，部分船型在三季度承运的货物都在10月份才完工结算。例如，重吊船10月份的生产量较整个三季度都多，其原因就是部分航次10月份才完工。
- 3、运价企稳上涨。受益于四季度BDI的旺季反弹，公司杂货船运送货物的运价会较三季度有所上涨；其他船型的运价基本保持稳定。

近期BDI上涨幅度超过我们之前预期，4000点即将达到；同时不排除超越7月高点的可能。煤炭，谷物以及铁矿石货量的上升，以及投机资金的参与共同促使运价涨幅超过预期。对于中远航运的投资逻辑，既存在由运价波动带来的短期交易机会，同时由于所处细分的行业运价可能会在未来表现独立于其它海运市场，我们认为也可考虑做为中长期配置的品种。维持“谨慎推荐”评级。

**财务报表及指标预测**

| 利润表 (百万元)     |        |       |       |        | 资产负债表 (百万元) |       |       |       |       |
|---------------|--------|-------|-------|--------|-------------|-------|-------|-------|-------|
|               | 2008A  | 2009E | 2010E | 2011E  |             | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E |
| 营业收入          | 6901   | 3399  | 5380  | 8152   | 货币资金        | 2704  | 681   | 1076  | 1630  |
| 营业成本          | 4794   | 3308  | 4440  | 6355   | 交易性金融资产     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 毛利            | 2107   | 90    | 940   | 1798   | 应收账款        | 155   | 77    | 121   | 184   |
| % 营业收入        | 30.5%  | 2.7%  | 17.5% | 22.0%  | 存货          | 143   | 99    | 133   | 190   |
| 营业税金及附加       | 107    | 53    | 83    | 126    | 预付账款        | 175   | 122   | 163   | 233   |
| % 营业收入        | 1.6%   | 1.6%  | 1.6%  | 1.6%   | 其他流动资产      | 11    | 0     | 0     | 0     |
| 销售费用          | 37     | 17    | 27    | 41     | 流动资产合计      | 3189  | 979   | 1494  | 2238  |
| % 营业收入        | 0.5%   | 0.5%  | 0.5%  | 0.5%   | 可供出售金融资产    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 管理费用          | 275    | 136   | 215   | 326    | 持有至到期投资     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入        | 4.0%   | 4.0%  | 4.0%  | 4.0%   | 长期股权投资      | 41    | 52    | 61    | 71    |
| 财务费用          | -21    | 13    | 30    | 38     | 投资性房地产      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入        | -0.3%  | 0.4%  | 0.6%  | 0.5%   | 固定资产合计      | 3887  | 5173  | 6211  | 6412  |
| 资产减值损失        | -4     | -220  | 2     | 3      | 无形资产        | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 公允价值变动收益      | 0      | 0     | 0     | 0      | 商誉          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益          | 23     | 11    | 10    | 10     | 其他非流动资产     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润          | 1736   | 102   | 593   | 1273   | 资产总计        | 7125  | 6207  | 7769  | 8724  |
| % 营业收入        | 25.2%  | 3.0%  | 11.0% | 15.6%  | 短期贷款        | 198   | 0     | 913   | 493   |
| 营业外收支         | -5     | 150   | 0     | 0      | 应付款项        | 552   | 384   | 513   | 734   |
| 利润总额          | 1731   | 252   | 593   | 1273   | 预收账款        | 162   | 80    | 126   | 191   |
| % 营业收入        | 25.1%  | 7.4%  | 11.0% | 15.6%  | 其他流动负债      | 57    | 39    | 52    | 75    |
| 所得税费用         | 268    | 38    | 89    | 191    | 流动负债合计      | 1234  | 635   | 1798  | 1791  |
| 净利润           | 1462   | 214   | 504   | 1082   | 长期借款        | 384   | 604   | 774   | 974   |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 1448.2 | 212.4 | 499.3 | 1072.0 | 应付债券        | 781   | 551   | 351   | 191   |
| 少数股东损益        | 14     | 2     | 5     | 10     | 递延所得税负债     | 275   | 0     | 0     | 0     |
| EPS (元/股)     | 1.11   | 0.16  | 0.38  | 0.82   | 其他非流动负债     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 现金流量表 (百万元)   |        |       |       |        | 负债合计        | 2674  | 1790  | 2923  | 2955  |
| 经营活动现金流净额     | 1727   | -324  | 849   | 1556   | 归属于母公司所有者权益 | 4366  | 4547  | 4971  | 5882  |
| 取得投资收益        | 23     | 0     | 0     | 0      | 少数股东权益      | 85    | 87    | 92    | 102   |
| 收回现金          | 0      | 0     | 0     | 0      | 股东权益        | 4451  | 4634  | 5063  | 5985  |
| 长期股权投资        | 0      | 0     | 0     | 0      | 负债及股东权益     | 7125  | 6424  | 7986  | 8940  |
| 无形资产投资        | 0      | 0     | 0     | 0      | 基本指标        |       |       |       |       |
| 固定资产投资        | -547   | -1446 | -1233 | -423   | EPS         | 1.105 | 0.162 | 0.381 | 0.818 |
| 其他            | 22     | 0     | 0     | 0      | BVPS        | 3.33  | 3.47  | 3.79  | 4.49  |
| 投资活动现金流净额     | -525   | -1446 | -1233 | -423   | PE          | 9.62  | 65.59 | 27.90 | 12.99 |
| 债券融资          | 0      | -230  | -200  | -160   | PEG         | -1.01 | -6.87 | -2.92 | -1.36 |
| 股权融资          | 0      | 0     | 0     | 0      | PB          | 3.19  | 3.06  | 2.80  | 2.37  |
| 银行贷款增加 (减少)   | 1232   | 22    | 1083  | -220   | EV/EBITDA   | 6.80  | 52.31 | 18.21 | 9.10  |
| 筹资成本          | 616    | -45   | -105  | -199   | ROE         | 33.2% | 4.7%  | 10.0% | 18.2% |
| 其他            | -1238  | 0     | 0     | 0      |             |       |       |       |       |
| 筹资活动现金流净额     | 609    | -253  | 778   | -579   |             |       |       |       |       |
| 现金净流量         | 1812   | -2023 | 395   | 554    |             |       |       |       |       |

### 分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，经济学硕士，现为长江证券研究部行业分析师，研究领域为航运和港口。

### 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名  | 分工      | 电话              | E-mail      |                       |
|-----|---------|-----------------|-------------|-----------------------|
| 伍朝晖 | 副主管     | (8621) 33130735 | 13564079561 | wuzh@cjsc.com.cn      |
| 甘 露 | 华东区客户经理 | (8621) 63296362 | 13701696936 | ganlu@cjsc.com.cn     |
| 张晓君 | 华南区客户经理 | (8621) 33130737 | 13501701386 | zhangxj@cjsc.com.cn   |
| 杨 忠 | 华南区客户经理 | (8621) 33130737 | 13916835319 | yangzhong@cjsc.com.cn |
| 李 靖 | 华北区客户经理 | (8621) 63299572 | 13761448844 | lijing2@cjsc.com.cn   |
| 吕 洁 | 销售经理    | (8621) 33130450 | 13564863429 | lvjie@cjsc.com.cn     |

### 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>看好： 相对表现优于市场<br>中性： 相对表现与市场持平<br>看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>推荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间<br>中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间<br>减持： 相对大盘涨幅小于 -5%<br>无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

### 重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。