

交通运输 - 航运业

2009 年 12 月 8 日

市场数据	2009 年 12 月 7 日
当前价格 (元)	11.63
52 周价格区间 (元)	6.25-15.41
总市值 (百万)	15240.23
流通市值 (百万)	15240.23
总股本 (百万股)	1310.42
流通股 (百万股)	1310.42
日均成交额 (百万)	340.02
近一月换手 (%)	47.40%
Beta (2 年)	1.46
第一大股东	广州远洋运输公司
公司网址	http://www.coscol.com.cn

财务数据	FYE	行业均值
毛利率	30.54%	40.53%
净利率	20.99%	16.78%
净资产收益率	33.17%	4.71%
总资产收益率	2032.69%	3.40%
资产负债率	37.53%	27.97%
现金分红收益率	0.00%	0.00%
市盈率	10.48	0.00
市净率	3.49	0.00

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
中远航运	2.47%	15.26%	72.81%
沪深 300	5.33%	18.19%	82.24%

交通运输研究小组

0755-83199599&8237

luosp@csc.com.cn

分析师申明

本人，交通运输研究小组，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

方向确立、来年期许

—中远航运（600428）投资价值分析报告

评级： 买入

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	6901.06	3796	4555	5921
净利润 (百万元)	1448.22	208	541	919
每股收益 (元)	1.11	0.16	0.41	0.7
净利润增长率%	34.86%	-85.59%	156.25%	70.73%
每股净资产 (元)	3.33	3.42	3.68	4.06
市盈率	10.19	72.68	28.36	16.61

资料来源：世纪证券研究所

- **公司概况。**截至 2009 年 6 月 30 日，公司及控股子公司共拥有和控制各类多用途船、杂货船、重吊船、半潜船、滚装船和汽车船共 72 艘，平均船龄 20.45 年，计 120.05 万载重吨。
- **公司主营业务、成本分析。**公司的主要业务是运输服务，具体包括杂散货业务、半潜船业务、多用途船业务、滚装船业务、重吊船业务、汽车船业务。公司的业务成本也即航运总成本，具体包括资本成本、经营成本和航次成本。
- **2009 年以来的形势。**2009 年 1-9 月公司实现营业收入 29 亿，同比下降 45.8%，营业利润 0.7 亿，同比下降 95.3%，实现净利润 1 亿，每股收益 0.08 元，同比减少 92%。公司 09 年 3 季度实现营业收入 9 亿元，环比下跌 9.9%；实现净利润 637 万元，环比上涨 10.3%，EPS 为 0.01 元。
- **公司未来展望。**公司将适应航运业发展趋势结合自身特点，将带重吊的多用途船未来发展重点、新型半潜船进入高端海运细分市场、加大新航线、新市场的开发力度并持续推动船队结构优化。老的船逐渐拆解，而特种杂货船比重将越来越高，为公司打造一支最具竞争力的特种船队。
- **投资评级。**我们预计公司 09、10、11 年实现净利润为 2.08 亿元、5.41 亿元、9.19 亿元，每股收益分别为 0.16 元、0.41 元、0.7 元，对应市盈率为 72.68、28.36、16.61，给予买入评级。

公司概况

中远航运股份有限公司（简称：中远航运）是由广州远洋运输公司作为主发起人，联合广远海运服务有限公司、广州外轮代理公司、深圳远洋运输股份有限公司和广州中远国际货运有限公司于 1999 年 12 月 8 日共同发起成立的。公司于 2002 年 4 月 18 日在上海证券交易所挂牌上市，标志中远集团（COSCO）航运主业首次进入国内资本市场。其股票“中远航运”（600428）于 2003 年起成为上证 180 指数成份股，2005 年先后入选沪深 300 指数成份股和上证 50 指数成份股。公司注册资金 65520 万元人民币，截至 2009 年 6 月 30 日，公司及控股子公司共拥有和控制各类多用途船、杂货船、重吊船、半潜船、滚装船和汽车船共 72 艘，平均船龄 20.45 年，计 120.05 万载重吨。

中远航运在 COSCO 的旗帜下，凭着举重若轻的实力、举轻若重的精神，以国际船舶所有人和国际航运经营人的身份，努力构建先进、合理、灵活的特种船队结构，具有竞争型吨位储备的特种船规模。公司以不定期船为主要经营方式，构建在远东-孟加拉航线、远东-非洲航线、远东-波斯湾、红海航线上的竞争优势，以杂货远洋运输市场中超长、超重、超大件、不适箱以及有特殊运载、装卸要求的货载运输为主要市场，是从事专业化特种杂货远洋运输的公众上市公司。

Figure 1 截止 2009 年三季报十大股东

股东名称	持股数量(股)	持股比例 (%)	股本性质
广州远洋运输公司	656,880,888	50.13	A 股流通股
长城品牌优选股票型证券投资基金	19,394,860	1.48	A 股流通股
广州经济技术开发区广远海运服务有限公司	19,194,670	1.46	A 股流通股
易方达价值成长混合型证券投资基金	16,399,616	1.25	A 股流通股
华安宝利配置证券投资基金	10,516,956	0.8	A 股流通股
中国太平洋人寿保险股份有限公司-分红-个人分红	9,888,850	0.75	A 股流通股
大成蓝筹稳健证券投资基金	9,289,855	0.71	A 股流通股
鹏华价值优势股票型证券投资基金	7,999,917	0.61	A 股流通股
中国广州外轮代理公司	7,889,462	0.6	A 股流通股
华安策略优选股票型证券投资基金	7,501,507	0.57	A 股流通股
合 计	764,956,581	58.36	

资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

公司主营业务、成本分析

公司的主要业务是运输服务，具体包括杂散货业务、半潜船业务、多用途船业务、滚装船业务、重吊船业务、汽车船业务。

杂货船又称统货船、货船、包装货船。转运包装、桶装和成箱、成捆等杂货的船。船上一般设置多层甲板和装卸设备；货舱侧壁有木质护肋设施；露天甲板上的货舱口都配有水密货舱盖，以防止进水造成货损；某些杂货船还设有冷藏货、植物油类、贵重物品等特殊货物的专业舱室。

半潜船也称半潜式子母船，指通过利用船舶（母船）本身压载水的调整，把船舶（母船）的装货甲板潜入水中，以便将所要承运的特定货物（子船，一般为被承运的驳船、游艇、钻井平台等），从指定位置浮入船舶（母船），在船舶（母船）的装货甲板重新浮出水面适当位置并对所承运的货物进行必要的绑扎加固后，将货物运到指定位置，通过与装货时同样方法将特定货物卸下（浮出）的船舶。

多用途船指既能装载一般件杂货、机械设备、散货，又能装载集装箱，适货能力较强的船舶，其用途多样、广泛，船舶配有较强起货能力的起货设备。

滚装船最初称滚上滚下船，专门承运车辆或与其相关的货物，通过车辆直接开进、开出完成货物装卸的船舶。通常艏部设有货门、跳板，车辆利用跳板、货门和各层甲板间的活动斜坡道或起落平台，直接进入各层甲板。

重吊船的起货设备均为几百吨的重吊，舱口少，船舶仅有两个或一个舱口，但舱口大，多为几十米长。主要用于装载和运输大型机械、设备和大型项目货载。

汽车船指是专门设计用以装运汽车、卡车或滚装货物的专用船舶，

其特点是装卸的高效性、安全性和良好的适货性。

公司的业务成本也即航运总成本，具体包括资本成本（折旧费及利息）、经营成本（船员费用、储备品费用、修理和维修费用、保险费以及企业管理费）和航次成本（燃料费、港口费、货物装卸费以及运河费）。

依 2009 年中报，公司实现营业收入 2,001,364,255.51 元，同比下降 42.24%；实现营业利润 81,284,717.63 元，同比下降 92.68%；实现净利润 94,460,618.13 元，同比下降 89.80%；公司船舶平均期租水平 9,584 美元/天，同比下降 41.85%；总体毛利率为 11.98%，同比减少 24.26%。

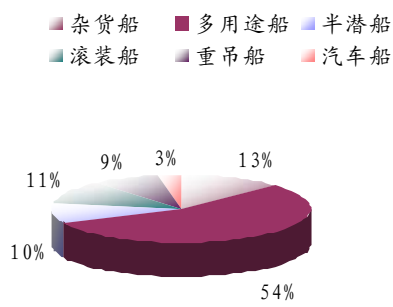
Figure 2 按船型分类，公司营业收入、营业支出及毛利率情况

船型	营业收入	营业成本	营业利润	毛利率 (%)	同比 (%)	期租水平	同比 (%)
杂货船	247,490,294.75	308,909,642.85	-81,357,228.16	-24.82%	-56.47%	3,539.02	-65.92%
多用途船	1,042,023,500.69	950,440,986.69	18,358,417.61	8.79%	-31.05%	9,104.79	-55.46%
半潜船	188,873,847.78	87,915,699.84	99,463,105.20	53.45%	0.24%	45,126.85	88.59%
滚装船	210,243,253.62	215,547,070.57	-14,955,916.58	-2.52%	-30.28%	5,326.11	-60.59%
重吊船	162,983,369.99	68,281,315.09	91,388,151.22	58.11%	-0.57%	26,403.87	19.67%
汽车船	50,322,995.43	42,994,956.11	1,579,145.03	14.56%	2.11%	9,243.83	2.05%
合计	1,901,937,262.26	1,674,089,671.15	114,475,674.32	11.98%	-24.26%	9,584.00	-41.85%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

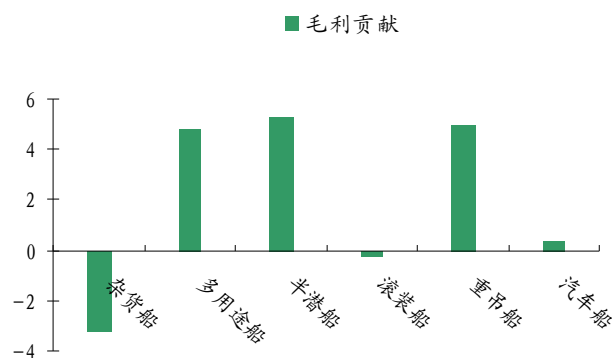
从公司的主营业务收入来看，多用途船占据一半以上，依次是杂货船、滚装船、半潜船、重吊船和汽车船。然后，从毛利率来看，重吊船、半潜船和汽车船居前三位，因此导致毛利贡献最大依次为半潜船、重吊船和多用途船。

Figure 3 各船型营业收入占比



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 4 各船型业务毛利贡献



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

2009 年以来的形势

2009 年 1-9 月公司实现营业收入 29 亿，同比下降 45.8%，营业利润 0.7 亿，同比下降 95.3%，实现净利润 1 亿，每股收益 0.08 元，同比减少 92%。公司 09 年 3 季度实现营业收入 9 亿元，环比下跌 9.9%；实现净利润 637 万元，环比上涨 10.3%，EPS 为 0.01 元。

三季度公司实现营业收入 9 亿，同比减少 52.4%，主营业务成本下降 39%，公司主营业务毛利率同比下降 21.5% 仅为 4.6%，公司营业利润 -0.1 亿，由于报告期内处置老旧船舶收益及收到政府支付的企业发展基金使得营业外收入增加，单季度实现净利润 0.06 亿。

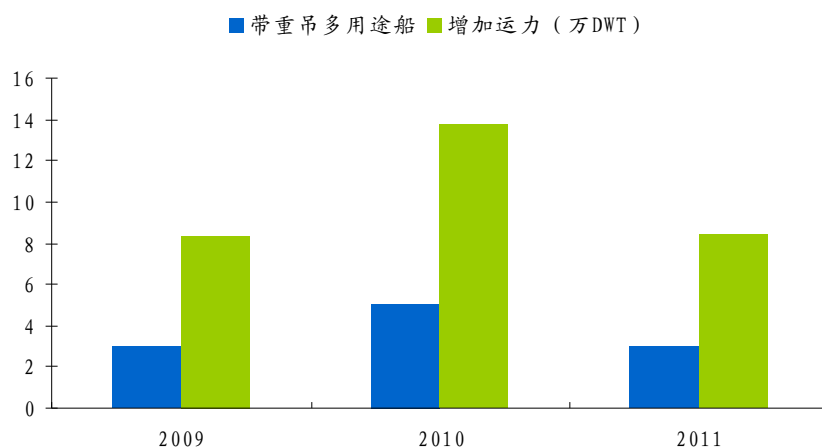
前三季度公司累计完成货运量 635.1 万吨，同比下降 17.9%，其中公司的主要船型多用途船和杂货船同比分别下降 13.7%，22.7%。而从季度数据来看，三季度多用途船运量同比下降了 18.1%，杂货船运量同比下降了 29.3%，重吊船与半潜船稍好，重吊船三季度同比下降 3.5%，半潜船同比增加 31.7%。

公司业绩略低于预期主要是三季度公司实现的运价环比未有改善，以元/千吨海里折算的综合平均运价环比下滑 17%。

公司未来展望

带重吊的多用途船未来发展重点。带重吊多用途船，用来做散货和集装箱船不能做的货物。首先，从供给来看，目前全球多用途船订单只占现有运力的 18%，且船龄偏老，未来运力供给压力远远小于其它船型甚至运力负增长，而放眼未来需求一旦恢复对船的需求将极大增加，因此运价得以支撑。其次，从船只数量来看，公司正在加大多用途船投入，增加船只数和运力。2006 年 8 月 27 日，经公司第三届董事会第六次会议审议批准，由香港子公司投资建造 4 艘 27,000 载重吨多用途船的议案，投资总额为 12,640 万美元，首艘船新造 27,000 载重吨多用途船已经交付营运，报告期实现营业利润 7,500,805.54 元，后每五个月交接一艘。上述造船款公司严格按照合同进度支付。2007 年 5 月 19 日，经公司第三届董事会第十三次会议审议批准，由香港子公司投资建造 8 艘 28,000 载重吨多用途船的议案，投资总额为 25,600 万美元，首艘船交船期为 2009 年 8 月，后每四个月交接一艘。上述造船款公司严格按照合同进度支付。随着新船陆续交付，将增加 12 艘多用途船、332,000 载重吨。

Figure 5 未来三年带重吊多用途船增加预测

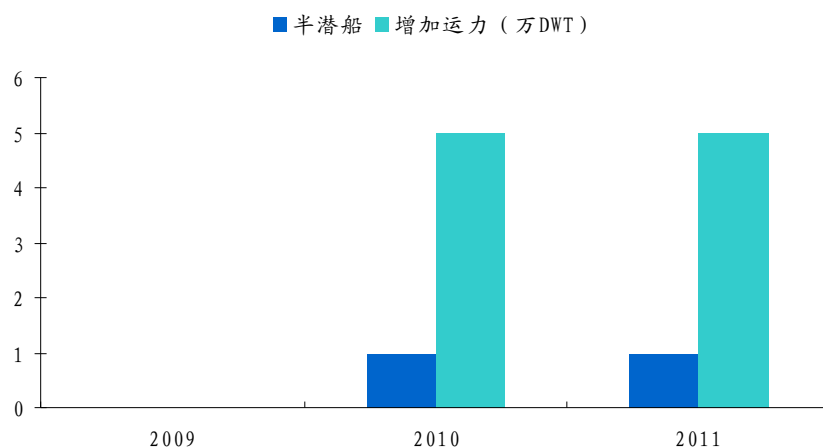


资料来源：公司公告、世纪证券研究所

新型半潜船进入高端海运细分市场。2007 年 10 月 30 日，公司与中国船舶工业集团公司和广州广船国际股份有限公司签署了建造 2 艘 5 万吨半潜船造船合同，新船将在明后年交付，该型号半潜船将促使公司

在更高端、毛利率更高的细分市场占据优势。目前，荷兰的 DOCKWISE 公司在半潜船领域内具有统治地位（拥有 16 艘半潜船），但公司承运航线与其不同，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——中国等航线，进一步扩大半潜船市场。同时，半潜船的租金水平在今年没有受到影响，依然上升。我们认为在 2010 年到 2011 年，半潜船市场租金水平将呈现整体上升趋势，在运价上升和运力增长以及运输覆盖范围加大的情况下，半潜船业务对公司的贡献将有进一步加大。

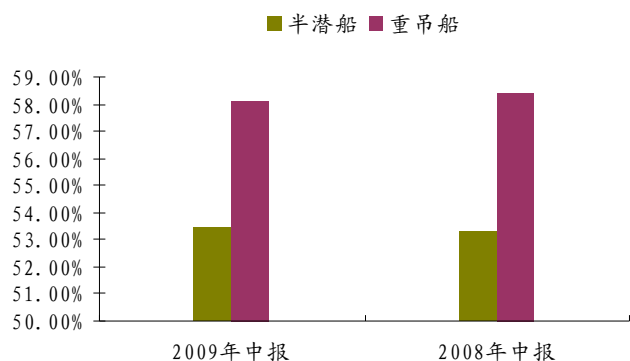
Figure 6 未来三年带半潜船增加预测



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

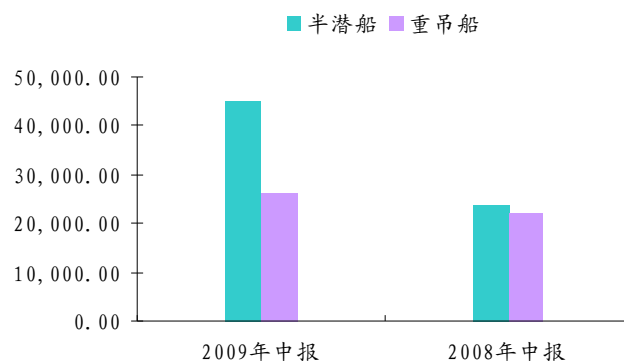
另一方面从造船市场来看，新造船价格已经逼近了 2000 年以来的历史低点，从新造船价格的环比情况来看，环比降幅已经开始收窄，我们认为 2010 年购船将是一个好时机。目前，公司财务结构稳健、现金流量较为充裕，本部与金融机构签署的授信额度约 25 亿人民币，公司可根据需要补充营运资金和支付船舶进度款。公司的船型结构将发生显著变化，公司更加专注于专业化细分市场的经营。公司在未来 2 年在船队构成、经营业务、利润构成等方面会有大的变化。

Figure 7 半潜船、重吊船的毛利率



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 8 半潜船、重吊船的期租水平



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

重吊船是海运细分行业内的高端产品。重吊船配有专门的其中设备,通常可独立完成几百吨货物的重吊,对于港口装卸设备的依赖度低,主要用于装载和运输大型机械设备和大项目货载。在目前全球变暖的背景下,各国都在应变这个事关未来的焦点。在这样的环境中,一些大型的环保型的电站将会大规模建设,与此同时的还有一些国家的基础建设都需要大型机械设备的运输。因此在未来需求有望增长。重吊船对于各项技术要求较高,但租金水平较为稳定,毛利率水平近几年来保持在 50% 以上。而公司重吊船区别于欧洲船东的是航速,目前欧洲传动的重吊船航速为 19-21 节,公司为 15 节,依据耗油量公式我们知道耗油量与航速减少的三次方速度减少,仅此公司的油耗将比欧洲船东减少 40% 左右。综合各方面情况,我们认为重吊船将成为公司高端、高毛利的稳定收入来源。

加大新航线、新市场的开发力度。受全球经济危机影响,公司部分航线货量减少,运价下跌,运力供大于求,公司积极开辟新航线和新兴市场,寻求新的发展空间。2009 年 1 月,为应对中巴贸易快速增长的势头,公司开辟了远东-巴西航线,2009 年 6 月,开辟了美国-中国设备运输航线,并成功揽取了台湾到大陆的重大件运输业务,这些新航线和新市场的开拓,不仅取得了较好的经济效益,也为公司下一步的发展打开了空间。

船队结构优化。公司深入分析危机给公司发展所带来的机遇,加快

推进调整公司船队结构，提升公司特种船队的硬件实力。今年来，公司加大了老旧船退役力度，已经拆解 15 条老船并还将拆解 1 条，明后两年老船基本淘汰掉。同时积极做好公司船队发展规划，密切跟踪船舶市场。目前全球普通杂货船将越来越少，老的船逐渐拆解；而特种杂货船比重将越来越高。公司将适应航运业发展趋势结合自身特点，做好新船型的设计和技术开发，为公司打造一支最具竞争力的特种船队。

投资评级

依照公司的战略规划，公司将逐步拆解杂货船，而提高半潜船和重吊船的比重。仅依公司目前的订单，半潜船在 2010、2011 年运力增长分别为 100%、50%，重吊船的 2009、2010、2011 年运力增长分别为 122.4%、91.5%、29.08%。在运价得以支撑并有望持续上涨的情况下，运力的增长将提高该两项业务对公司营收的比例。依据 2009 年半潜船和重吊船分别为 1 亿和 0.5 亿左右的利润，我们估计未来两年半潜船和重吊船的运力增长带来的利润在 2.5-3 亿、4.5-5 亿。从成本方面看，由于运力的增长带来的相关费用增加，我们预计燃油费分别上涨 20%、15%，折旧费用增长率为 30%、40%。

Figure 9 公司未来几年预计船只数

	2008	2009E	2010E	2011E
重吊船（艘）	4	7	12	15
运力	6.78	15.08	28.88	37.28
半潜船（艘）	3	3	4	5
运力	5	5	10	15

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

依据前面的分析，我们预计公司 09、10、11 年的营业收入分别为 37.96 亿元、45.55 亿元、59.21 亿元，实现净利润为 2.08 亿元、5.41 亿元、9.19 亿元，每股收益分别为 0.16 元、0.41 元、0.7 元。基于对公司未来发展方向的信心和未来两年盈利的预测，10、11 年对应市盈率为 28.36、16.61，给予买入评级。

Figure 10 未来几年盈利预测

利润表		单位: 百万元			
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	
营业收入	6901	3796	4555	5921	
营业成本	4794	3340	3644	4441	
营业税金及附加	107	58	70	91	
营业费用	37	18	22	29	
管理费用	275	159	182	240	
财务费用	-21	10	20	30	
资产减值损失	-4	1	1	-1	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	23	17	20	19	
营业利润	1736	227	635	1109	
营业外收入	0	43	54	53	
营业外支出	5	3	3	4	
利润总额	1731	268	686	1158	
所得税	268	57	138	228	
净利润	1462	211	548	930	
少数股东损益	14	3	7	11	
归属母公司净利润	1448	208	541	919	
EBITDA	1850	425	880	1381	
EPS (元)	1.11	0.16	0.41	0.70	

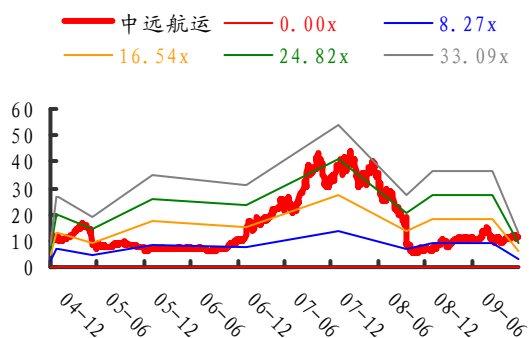
资料来源: 世纪证券研究所

Figure 11 同行业公司估值比较

证券代码	证券简称	P	08EPS	09EPS	08PE	09PE
601866.SH	中海集运	4.95	0.01	-0.15	495	-
600896.SH	中海海盛	9.62	0.23	0.18	41.82	53.44
600087.SH	长航油运	7.58	0.37	0.1	20.48	75.8
600798.SH	宁波海运	6.07	0.52	0.12	11.67	50.58
601872.SH	招商轮船	5.82	0.36	0.17	16.16	34.23
601919.SH	中国远洋	15.05	1.06	-0.56	14.20	-
600428.SH	中远航运	11.33	1.11	0.16	10.20	70.81
600026.SH	中海发展	14.92	1.58	0.43	9.44	34.69

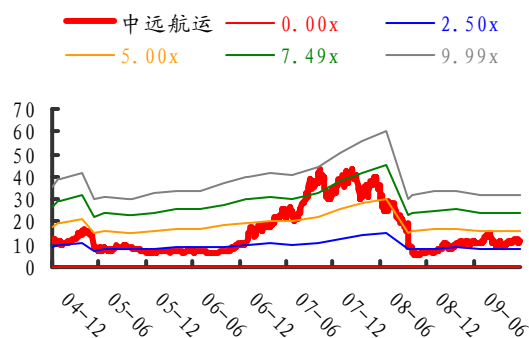
资料来源: 世纪证券研究所

Figure 12 中远航运的 PE bands



资料来源: WIND 资讯、世纪证券研究所

Figure 13 中远航运的 PB bands



资料来源: WIND 资讯、世纪证券研究所

Figure 14 中远航运与上证综合指数走势图



资料来源: WIND 资讯、世纪证券研究所

风险提示

如果市场需求不足导致公司业务超出我们预期。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.