

复苏速度或慢于预期，新船高盈利能力值得期待

中远航运（600428）

评级：增持（维持）

年报点评

2010年3月16日 星期二

航运港口行业

张辉

010-59707111

zhangh@longone.com.cn

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

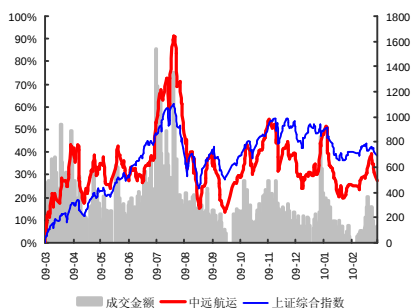
重要数据

总股本(亿股)	13.10
流通股本(亿股)	13.10
总市值(亿元)	134.58
流通市值(亿元)	134.58

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1个月	1.36	2.66
3个月	-8.08	0.98
6个月	-7.27	-5.45

个股相对上证综指走势图



相关报告:

- 1.《中远航运：盈利已见底，增长待明年》 09.08.18
- 2.《中远航运：调结构，迎增长》 09.10.30

投资要点

- q 受金融危机冲击，09年航运业惨淡经营，公司效益大幅下滑。**全年公司实现营业收入39.0亿元，同比下降43.5%；营业利润8211万元，同比下降95.3%；归属于上市公司股东的净利润1.4亿元，同比下降90.6%；基本每股收益0.10元；不分配不转增。
- q 年报中反映出三条我们认为有价值的信息。**1) 特种船抗周期风险能力得到很好的印证。从分船型统计的船队利润看，属于特种船的半潜船、重吊船09年均实现超过1个亿的高营业利润，而其他船队均出现不同程度的亏损，尤其是门槛较低的一般杂货船；2) 公司旧船淘汰进程暂告一段落，未来船舶资产结构及质量将持续明显改善。09年公司共淘汰老旧运力16条，其中主要是亏损的杂货船，甩掉包袱资产后公司将轻装上阵；3) 运价下半年未有明显起色。从年报披露的各船型全年实现的期租水平看，相比中期数据除杂货船队小幅回升外其余均出现一定下滑，即便考虑了三季度是公司整体运价的底部，亦透露出四季度回升力度不大的事实。
- q 2010年公司业绩有望稳步回升，但改善幅度可能低于我们此前预期。**首先，去年下半年运价未有明显起色，相比之下我们前期预测可能相对偏乐观；其次，也是更本质的，从各子行业运行角度考虑，2010年或将呈现此消彼长的特征：杂货船等前期迅速见底、对BDI更为敏感的船型有望逐步恢复，相对滞后的多用途船在去年三季度运价见底后亦逐渐企稳回升，而前期运价居于高位、相对更为滞后的半潜船、重吊船则面临一定的回落风险。就我们最新了解的情况看，半潜船前期落实的高价合同在今年二季度即将全部完成，后续运价将随行就市风险有所加大；而重吊船运价目前则已回落至1.5万美元/天左右水平。当然，由于目前船队构成中多用途船的比重最高，因此整体业绩稳步回升的趋势并不会改变。
- q 新船高盈利能力是当前的最大亮点。**去年下半年至今，公司已陆续接收4艘新造船。从实际运营效果看，基于差异化经营定位以及高起吊能力、大舱口等一系列装载优势，该批新船实现的期租水平在2万美元/天左右，

明显超越旧船。随着今明两年内前期订造运力的全部交付，新船优势在公司经营业绩上将体现的更为显著。

- q 拟实施配股融资，强化细分市场竞争优势。**公司今日公告拟按照每 10 股不超过 3 股的比例向原有股东进行配售，募集资金将用于前期半潜船剩余造船款支付以及新建 18 艘多用途船及重吊船。结合公司网站披露资料，此次拟新建包括 10 条 2.7 万吨级多用途船（最大起吊能力 180 吨，与前批次接近）和 8 条 2.8 万吨级重吊船（并吊能力 700 吨，较前批次大幅提高）。我们认为，此次造船对公司意义积极：一方面，公司在前期行业泡沫期并未跟风建船，从而保留了较大的财务空间，当前适逢船市低点选择扩张有利于长期发展壮大；另一方面，基于同批次新船目前良好的投资回报，及时扩充运力有助于在更大程度分享高收益的同时减缓后续竞争者进入动机，强化细分市场的经营优势。
- q 盈利预测与投资建议。**基于对公司经营的谨慎判断，我们调低了对其 2010 年的盈利预期。在不考虑配股实施的前提下，预计公司 2010-2011 年 EPS 分别为 0.24 元和 0.53 元，目前股价对应的动态 PE 分别为 42 倍和 19 倍。应该说，公司长期投资价值是市场有目共睹的，但是短期内由于复苏进程问题估值压力尚需时间消化。我们继续维持对公司的长期增持评级，建议投资者逢低买入，长期持有。可关注的重要投资时点包括配股买船方案的具体实施以及滞后船型运价风险的释放完毕
- q 风险提示。**1) 油价超预期上涨；2) A 股市场系统性风险；3) 海盗、战争等其他不可测风险。

表1. 中远航运期租水平预测（单位：美元/天）

期租水平	年度数据							
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
杂货船	5320	5506	4098	6959	9037	3871	5000	5500
yoy		3.5%	-25.6%	69.8%	29.9%	-57.2%	29.2%	10.0%
多用途船	8061	10272	9413	12638	20063	8412	10000	12000
yoy		27.4%	-8.4%	34.3%	58.8%	-58.1%	18.9%	20.0%
半潜船	11778	20283	30397	26815	31937	40480	45000	50000
yoy		72.2%	49.9%	-11.8%	19.1%	26.7%	11.2%	11.1%
滚装船	5107	4614	7216	7999	8133	5110	5000	6000
yoy		-9.7%	56.4%	10.8%	1.7%	-37.2%	-2.2%	20.0%
重吊船	10922	14998	17361	20091	21226	19682	18000	21000
yoy		37.3%	15.8%	15.7%	5.6%	-7.3%	-8.5%	16.7%
汽车船	4057	7155	7935	7804	10047	6074	5000	6500
yoy		76.3%	10.9%	-1.6%	28.7%	-39.5%	-17.7%	30.0%

资料来源：东海证券研究所

表2. 中远航运实际运力预测 (单位: 艘)

实际运力	年度数据						
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E
杂货船		33	26	23	23	15	11
多用途船		43	44	44	44	44	46
半潜船		3	3	3	3	3	2.5
滚装船		3	3	3	3	3	3
重吊船		4	4	4	4	4.5	7
汽车船		4	4	5	5	3	3

资料来源: 东海证券研究所

表3. 中远航运利润预测表 (单位: 万元)

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
一、营业总收入	532,519	690,106	390,159	427,301	517,317
营业收入	532,519	690,106	390,159	427,301	517,317
二、营业总成本	398,004	518,796	382,497	393,775	441,120
营业成本	362,150	479,358	351,520	361,988	404,404
营业税金及附加	7,982	10,708	5,727	6,410	7,760
销售费用	2,404	3,735	5,213	5,555	5,690
管理费用	20,211	27,496	21,958	23,074	25,866
财务费用	4,541	(2,114)	(2,486)	(3,251)	(2,601)
资产减值损失	716	(386)	566	0	0
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1,163	2,263	549	1,000	1,000
汇兑净收益	0	0	0	0	0
四、营业利润	135,678	173,574	8,211	34,525	77,197
加: 营业外收入	11,488	7	5,751	0	0
减: 营业外支出	202	500	1,188	0	0
五、利润总额	146,965	173,081	12,773	34,525	77,197
减: 所得税	37,852	26,840	657	3,453	7,720
加: 未确认的投资损失	0	0	0	0	0
六、净利润	109,113	146,241	12,116	31,073	69,478
减: 少数股东损益	1,724	1,418	(1,434)	(1,004)	(201)
归属于母公司所有者的净利润	107,388	144,822	13,550	32,077	69,678
七、每股收益 (元)	0.82	1.11	0.10	0.24	0.53

资料来源: 东海证券研究所

附注:**一、行业评级**

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122