

航运 II

中远航运 (600428. SH) / 7.78 元

船队发展思路清晰，业绩稳定增长预期明确

事项

我们 5 月 19 日对中远航运进行调研。

主要观点

- 运力结构调整及船队发展方向：**公司是中远集团的特种船平台，现阶段大力进行运力结构调整，公司船队未来的发展方向基本可以确定为多用途船、重吊船。
- 新船投放计划：**公司前两年订造的 14 艘新船今明两年迎来交船高峰，今年预计交付 5 艘多用途船（包括重吊船）和 1 艘半潜船，2011 年交付 7 艘多用途船（包括重吊船）和 1 艘半潜船。配股融资的 18 艘船 2011 年开始下水，预计 2012 年底前基本上全部投放运营。
- 配股融资及买造船计划：**公司今年下半年进行配股，每 10 股配售 3 股，预计配售约 4 亿股，筹资 30-40 亿元投资建造 18 艘新船（10 艘 2.7 万吨多用途船和 8 艘 2.8 万吨重吊船，总吨位 49 万载重吨）和支付目前在建的 2 艘半潜船余款。加上已有项目未支付的款项，公司整体买造船投资总额约 100 亿元人民币，将公司运力从 2009 年底的 118 万载重吨提升至 2015 年底的 210 万载重吨。
- 市场开发：**除了前面提到的公司会开发美国线之外，还有两点值得关注：公司加强与国际大型物流公司开展合作，作为市场开拓的重要手段之一，包揽其中的海运段业务；公司管理层正在全面推进与中远海外公司的合作，回程货的业务量和盈利将可能有大的改变。
- 公司经营业绩与 BDI 之间具有相关性，**多用途船和重吊船业绩变化约滞后 BDI 6 个月左右，近期 BDI 的上涨将对公司第三、第四季度业绩形成一定的正面影响。
- 根据我们初步测算，配股前 10-12 年 EPS0.26、0.49、0.70，PE30 倍、15.8 倍、11 倍；配股后 10-12 年 EPS0.20、0.40、0.67，PE39 倍、19.5 倍、11.6 倍。暂不给予评级。

研究员：高利

联系人：邢富良

Tel: 010-59370863

Email: xingfuliang@hczq.com

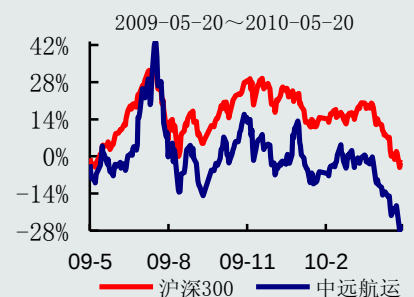
投资评级

投资评级：不评级
 评级变动：不评级

公司基本数据

总股本(万股)	131042
流通 A 股/B 股(万股)	131042/0
资产负债率(%)	41.73
每股净资产(元)	3.23
市盈率(倍)	75.24
市净率(倍)	2.41
12 个月内最高/最低价	15.78/7.58

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

调研重点内容

一、 运力结构调整及船队发展方向：公司是中远集团的特种船平台，现阶段大力进行运力结构调整，公司船队未来的发展方向基本可以确定为多用途船、重吊船。

- 1、新船投放计划：**公司前两年订造的 14 艘新船今明两年迎来交船高峰，今年预计交付 5 艘多用途船（包括重吊船）和 1 艘半潜船，2011 年交付 7 艘多用途船（包括重吊船）和 1 艘半潜船。配股融资的 18 艘船 2011 年开始下水，预计 2012 年底前基本上全部投放运营。
- 2、老旧船处置计划：**今明两年将盈利情况不佳的杂货船和滚装船以及高龄多用途船进行处置，在去年处置 16 艘老旧船基础上，今年计划再处置老旧船约 7 艘。
- 3、配股融资及买造船计划：**公司今年下半年进行配股，每 10 股配售 3 股，预计配售约 4 亿股，筹资 30-40 亿元投资建造 18 艘新船（10 艘 2.7 万吨多用途船和 8 艘 2.8 万吨重吊船，总吨位 49 万载重吨）和支付目前在建的 2 艘半潜船余款。加上已有项目未支付的款项，公司整体买造船投资总额约 100 亿元人民币，将公司运力从 2009 年底的 118 万载重吨提升至 2015 年底的 210 万载重吨。
- 4、租入船情况：**公司目前从广远租入 7 艘乐字号多用途，2010 年光租租金从 8000 美元/天下调为 5000 美金/天，第三方租入船在 5-6 艘，目前，租入船略有盈利。

二、 航运市场形势：

- 1、多用途船：**主要是运输中国出口的机械设备，回程货是矿石、钢材、鱼粉，航线基本上亚非拉资源型国家，以后将会开发美国线，美国对工程机械特别是油气开采设备的需求很大，市场前景看好。目前国内大客户的出口订单非常好，给公司未来提升运价提供了空间。目前 2.7 万吨多用途船新船出口 TCE 将近 30000 美元/天，回程也保持盈利水平，平均租金水平均在 20000 美金/天以上，新船固定成本约 10000 美金/天，盈利超过 10000 美金/天，即每年盈利达 365 万美金。
- 2、重吊船：**运输工程项目货。随着工程项目完工以前签订的运输合同结束，新签的合同运价有一定程度的下降，经营水平较去年有所下滑，但预计下半年运价会有所回升。
- 3、半潜船：**公司目前有 2 艘 2 万吨级半潜船，预计今明两年将交付 2 艘 5 万吨级半潜船。公司半潜船运输石油钻井平台，未来半潜船市场可能存在运力严重过剩的情况，以前高达 50%-70%的毛利率难以维持。
- 4、市场开发：**除了前面提到的公司会开发美国线之外，还有两点值得关注：公司加强与国际大型物流公司开展合作，作为市场开拓的重要手段之一，包揽其中的海运段业务；公司管理层正在全面推进与中远海外公司的合作，回程货的业务量和盈利将可能有大的改变。

三、 资产注入：

根据公司股权无偿划转到中远集团，我们预计原母公司资产注入将进入实质性推进阶段，广远沥青船和木材船总数约 21 艘左右，但由于规模相对较小，预计对公司盈利影响不大。

敬请阅读正文之后的免责声明

四、 其他重要方面：

- 1、公司经营业绩与 BDI 之间具有相关性，多用途船和重吊船业绩变化约滞后 BDI 6 个月左右，近期 BDI 的上涨将对公司第三、第四季度业绩形成一定的正面影响。。
- 2、人民币升值的影响：公司 98%收入以美元结算，60%支出是美金，因此人民币升值对公司有一定的负面影响，但预计近期人民币升值压力不大。

五、 估值：

根据我们初步测算，配股前 10-12 年 EPS0.26、0.49、0.70，PE30 倍、15.8 倍、11 倍；配股后 10-12 年 EPS0.20、0.40、0.67，PE39 倍、19.5 倍、11.6 倍。暂不给予评级。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2671	3150	3894	5000
现金	2293	2725	3469	4553
应收账款	78	99	98	116
其它应收款	32	35	36	34
预付账款	125	146	144	153
存货	125	134	134	131
其他	17	9	13	13
非流动资产	4657	5897	6385	6145
长期投资	41	41	41	41
固定资产	2654	4178	5153	5501
无形资产	3	3	3	3
其他	1959	1675	1188	600
资产总计	7328	9047	10279	11145
流动负债	1445	1154	1163	1120
短期借款	498	212	282	331
应付账款	524	556	544	541
其他	423	386	336	247
非流动负债	1613	3275	3854	3850
长期借款	509	1624	2177	2177
其他	1104	1651	1677	1673
负债合计	3058	4428	5017	4969
少数股东权益	37	43	45	42
股本	1310	1310	1310	1310
资本公积金	833	833	833	833
留存收益	2187	2530	3172	4087
归属母公司股东权益	4233	4576	5218	6133
负债和股东权益	7328	9047	10279	11145

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	162	425	849	1068
净利润	121	348	644	913
折旧摊销	144	145	205	242
财务费用	-25	27	47	47
投资损失	-5	-13	-14	-11
营运资金变动	-70	-55	-56	-116
其它	-3	-27	23	-6
投资活动现金流	-760	-1372	-680	10
资本支出	911	1393	691	0
长期投资	0	0	0	0
其他	150	21	11	10
筹资活动现金流	201	1379	575	5
短期借款	362	-287	71	49
长期借款	126	1114	553	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-5	0	0	0
其他	-282	552	-48	-43
现金净增加额	-403	432	744	1084

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3902	4251	4926	5461
营业成本	3515	3576	3816	4002
营业税金及附加	57	15	16	16
营业费用	52	38	42	44
管理费用	220	232	242	231
财务费用	-25	27	47	47
资产减值损失	6	3	2	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	13	14	11
营业利润	82	374	774	1128
营业外收入	58	57	38	51
营业外支出	12	6	8	9
利润总额	128	425	805	1171
所得税	7	76	161	258
净利润	121	348	644	913
少数股东损益	-14	6	2	-2
归属母公司净利润	136	343	642	916
EBITDA	202	546	1026	1417
EPS（元）	0.10	0.26	0.49	0.70

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-43.5%	9.0%	15.9%	10.9%
营业利润	-95.3%	355.0%	107.2%	45.8%
归属母公司净利润	-90.6%	152.9%	87.3%	42.6%
获利能力				
毛利率	9.9%	15.9%	22.5%	26.7%
净利率	3.5%	8.1%	13.0%	16.8%
ROE	3.2%	7.5%	12.3%	14.9%
ROIC	1.3%	6.1%	11.0%	15.7%
偿债能力				
资产负债率	41.7%	48.9%	48.8%	44.6%
净负债比率	35.72%	43.16%	50.49%	52.03%
流动比率	1.85	2.73	3.35	4.47
速动比率	1.76	2.61	3.23	4.35
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.52	0.51	0.51
应收账款周转率	39	46	48	49
应付账款周转率	6.53	6.62	6.94	7.37
每股指标(元)				
每股收益	0.10	0.26	0.49	0.70
每股经营现金	0.12	0.32	0.65	0.82
每股净资产	3.23	3.49	3.98	4.68
估值比率				
P/E	104.83	41.46	22.13	15.52
P/B	3.36	3.10	2.72	2.32
EV/EBITDA	69	25	13	10

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告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询价。本报告所载信息均为个人观点, 并不构成所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。未经书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。

华创证券研究所

地址: 北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801