

湘财证券研究所

交通运输行业

刘正

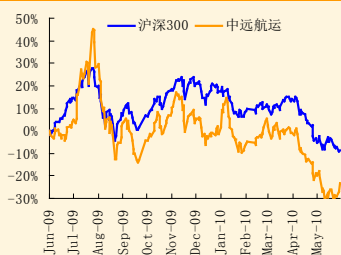
Tel : 021-68634510-8078

E-Mail: lz2941@xcsc.com

刘江渝

公司数据

当前价格	8.15
目标价格	15.00
52周波动区间	15.78
	7.00
流通A股 (亿股)	13.10
总市值 (亿元)	106.80
日均成交量 (百万股)	9.45

市场表现

投资要点
□ 加紧推进高竞争力船型的发展, 2013 年前逐渐实现“三轮”驱动

中远航运意识到底部造船对于航运企业发展的长期意义, 因此在原有订单之外, 计划再造 18 艘多用途船和重吊船。而至 2010 年年底, 在现有主力船型多用途船外, 将实现 12 艘重吊船和 4 艘半潜船的运力规模, 同比年初将分别增长 208% 和 235%。我们可以看到中远航运以重吊船、半潜船和多用途船为主的特种船队将逐渐打造成型, 进入 2011 后“三轮”驱动将使公司在特种货物海运市场更具市场竞争力。

□ 引擎一: 海洋工程设备制造业或写入《战略性新兴产业发展“十二五”规划》, 将有利半潜船和重吊船需求增长

据有关分析, 我国《战略性新兴产业发展“十二五”规划》将在 9 月前后推出, 或将涵盖海洋工程设备制造业。事实上, 无论是否包括在该“规划”中, 我国的海洋工程设备制造业均将保持较快发展速度, 因为中国未来在这方面更具竞争优势, 且近期的墨西哥湾漏油事件无法阻止人类向海洋寻找能源的步伐。中国海洋工程设备制造业产生的海上储油罐、海上钻井平台和其他钻井设备需求将首先由中远航运和其他国内拥有海洋工程船的承运人承运。

□ 引擎二: 对外投资, 尤其能源和矿业投资, 以及工程承包的快速增长将带动大型设备出口海运需求

我国对外投资超常规增长, 仅用 5 年时间就从 2003 年的 29 亿美元增长至 2008 年的 419 亿美元, 复合增速高达 71%, 而矿业方面的投资在 2006 年曾一度占比达 48%。预计未来这种趋势不会逆转, 我们认为能源和矿业投资, 以及工程承包将带来持续的大型设备出口海运需求增长。

□ 引擎三: 钢材和汽车等出口好转, 有利公司多用途船和汽车船业务的恢复

我国钢材和汽车出口明显好转, 前 4 个月钢材出口量同比增长 99%, 而汽车出口量一季度同比增长 44%。货量的继续逐渐恢复有利公司多用途船业务的好转。前 5 个月公司汽车船业务量同比增长 83%。

□ 向下调整 2010 年和 2011 年业绩预测, 维持“买入”评级

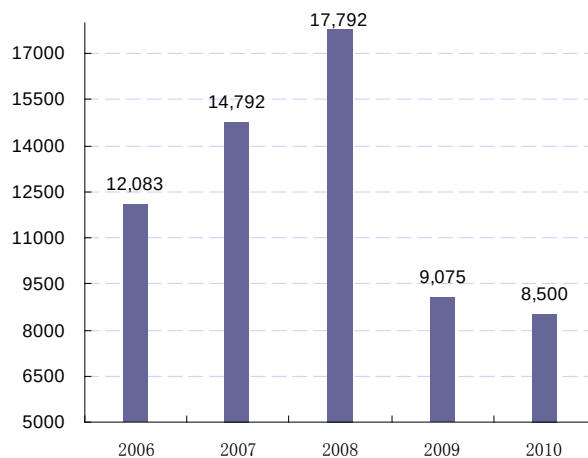
我们年初对 2010 年运费的恢复程度有些乐观, 鉴于全球经济形势在下半年仍具有不确定性, 下调对中远航运的收入和盈利预测, 预计 2010~2011 年 EPS 分别为 0.26 元、0.60 元和 0.91 元, 本预测已是公司下半年完成配股融资稀释后的 EPS。我们看好公司的长期发展前景, 维持“买入”评级。

图 1 波罗的海干散货航运指数 BDI 走势



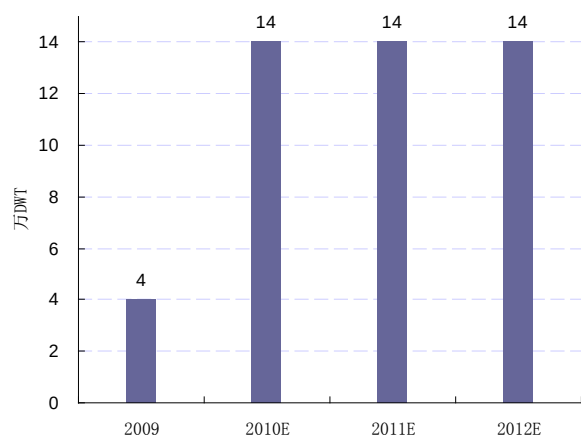
数据来源: BLOOMBERG, 湘财证券研究所

图 2 克拉克森多用途船年平均指数 (目前依然疲软)



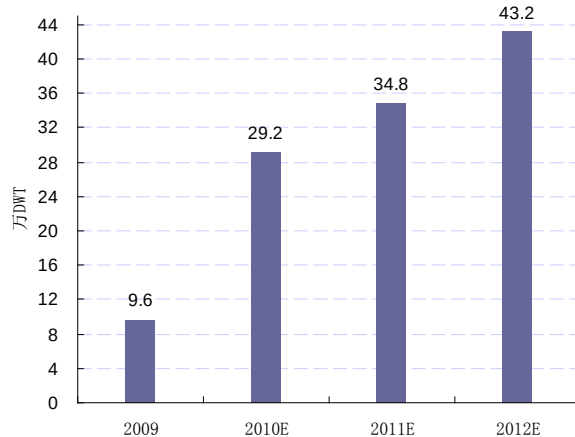
数据来源: 克拉克森, 湘财证券研究所

图 3 半潜船“祥云口”5月20日已出船坞



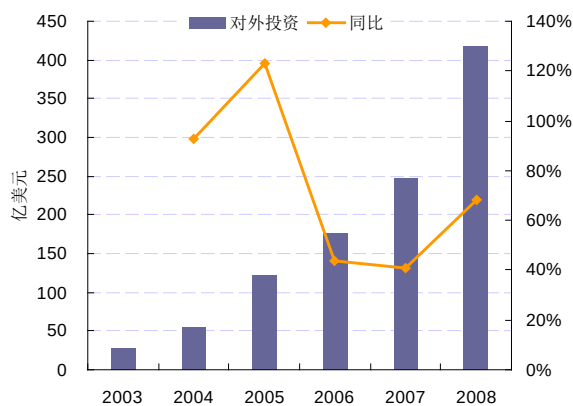
数据来源: 公司资料, 湘财证券研究所

图 4 重吊船型将成主力船型之一, 利润空间可期



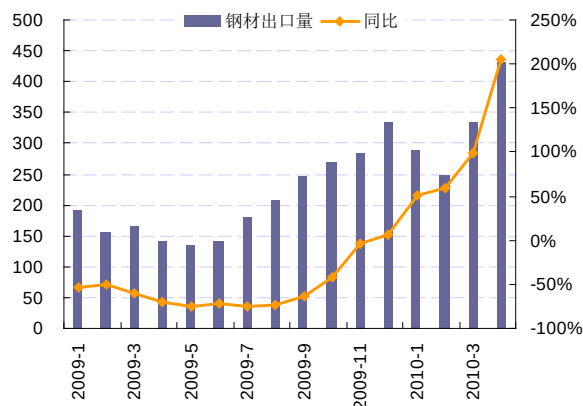
数据来源: 公司数据, 湘财证券研究所

图 5 对外投资快速增长



数据来源: WIND 资讯, 湘财证券研究所

图 6 钢材出口量正在恢复



数据来源: 公司数据, 湘财证券研究所

表 1 中远航运营收预测（单位：百万元）

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
重吊船	82.34	134.70	179.93	229.00	257.05	219.20	306.40	520.88	1,465.32	2,124.72
YOY		63.59%	33.58%	27.27%	12.25%	-14.72%	39.78%	70.00%	181.32%	45.00%
营业毛利率(%)	18.70	48.97	47.46	52.25	61.24	57.20	38.21	40.00	43.00	45.00
营业毛利	15.40	65.96	85.40	119.64	157.41	125.38	117.08	208.35	630.09	956.12
YOY		328.36%	29.48%	40.09%	31.57%	-20.35%	-6.62%	77.96%	202.42%	51.74%
半潜船	94.19	182.19	274.45	317.34	344.88	361.37	378.43	370.00	777.00	971.25
YOY		93.43%	50.64%	15.63%	8.68%	4.78%	4.72%	-2.23%	110.00%	25.00%
营业毛利率(%)	25.10	30.40	50.41	64.25	53.40	59.79	50.47	40.00	50.00	55.00
营业毛利	23.65	55.39	138.34	203.88	184.18	216.05	190.99	148.00	388.50	534.19
YOY		134.22%	149.77%	47.38%	-9.66%	17.31%	-11.60%	-22.51%	162.50%	37.50%
多用途船	503.78	1,272.66	2,278.73	2,317.46	3,172.46	4,099.85	2,117.21	2,371.28	2,964.09	3,853.32
YOY		152.62%	79.05%	1.70%	36.89%	29.23%	-48.36%	12.00%	25.00%	30.00%
营业毛利率(%)	24.91	36.63	33.34	26.25	31.63	33.82	7.25	12.00	15.00	22.00
营业毛利	125.53	466.24	759.63	608.32	1,003.34	1,386.45	153.50	284.55	444.61	847.73
YOY		271.40%	62.93%	-19.92%	64.94%	38.18%	-88.93%	85.38%	56.25%	90.67%
杂货船	59.13	330.40	844.59	679.09	844.70	1,062.79	401.05	481.26	267.30	253.94
YOY		458.80%	155.62%	-19.60%	24.39%	25.82%	-62.26%	20.00%	-44.46%	-5.00%
营业毛利率(%)	31.62	32.87	26.42	9.72	27.94	19.03	-20.00	5.00	20.00	20.00
营业毛利	18.70	108.60	223.10	66.02	236.05	202.25	-80.21	24.06	53.46	50.79
YOY		480.67%	105.44%	-70.41%	257.56%	-14.32%	-139.66%	-130.00%	122.17%	-5.00%
滚装船	48.25	67.63	56.50	112.16	161.09	626.84	397.67	516.97	504.58	504.58
YOY		40.15%	-16.45%	98.50%	43.63%	289.12%	-36.56%	30.00%	-2.40%	0.00%
营业毛利率(%)	12.63	13.27	20.64	24.78	23.69	9.77	-2.38	10.00	15.00	15.00
营业毛利	6.10	8.98	11.66	27.79	38.16	61.24	-9.46	51.70	75.69	75.69
YOY		47.27%	29.92%	138.31%	37.32%	60.46%	-115.46%	-646.22%	46.40%	0.00%
汽车船	25.62	42.25	107.33	193.33	457.92	274.67	89.40	116.22	181.15	217.38
YOY		64.90%	154.03%	80.13%	136.85%	-40.02%	-67.45%	30.00%	55.87%	20.00%
营业毛利率(%)	19.03	12.60	24.54	19.49	13.21	13.14	4.89	13.00	13.00	13.00
营业毛利	4.88	5.32	26.33	37.67	60.49	36.10	4.37	15.11	23.55	28.26
YOY		9.14%	394.68%	43.05%	60.58%	-40.33%	-87.89%	245.60%	55.87%	20.00%
主营	813.30	2,029.82	3,741.53	3,848.38	5,238.11	6,644.71	3,690.16	4,376.61	6,159.44	7,925.18
YOY		149.58%	84.33%	2.86%	36.11%	26.85%	-44.46%	18.60%	40.74%	28.67%
其他	19.03	12.51	20.59	19.05	12.60	13.54	428.45	200.00	200.00	200.00
营业收入	813.30	2,029.82	3,741.53	3,850.76	5,325.19	6,901.06	3,901.59	4,576.61	6,359.44	8,125.18
YOY		149.58%	84.33%	2.92%	38.29%	29.59%	-43.46%	17.30%	38.96%	27.77%

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

表 2 中远航财务报表和关键财务指标

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2671	2095	2512	2514	营业收入	3902	4577	6359	8125
现金	2293	1500	2000	1948	营业成本	3515	3825	4724	5612
应收账款	78	114	105	105	营业税金及附加	57	68	95	121
其他应收款	32	69	32	41	营业费用	52	53	51	65
预付账款	125	268	236	281	管理费用	220	229	254	325
存货	125	131	129	130	财务费用	-25	13	6	45
其他流动资产	17	13	10	10	资产减值损失	6	2	4	2
非流动资产	4657	6139	7162	7834	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	41	41	41	41	投资净收益	5	5	6	6
固定资产	2654	4343	5465	6238	营业利润	82	392	1232	1961
无形资产	3	3	3	3	营业外收入	58	70	80	50
其他非流动资产	1959	1752	1652	1552	营业外支出	12	7	8	8
资产总计	7328	8234	9674	10348	利润总额	128	455	1304	2003
流动负债	1445	1705	1769	1452	所得税	7	82	261	441
短期借款	498	769	637	100	净利润	121	373	1043	1562
应付账款	524	574	709	842	少数股东损益	-14	5	13	20
其他流动负债	423	362	424	510	归属母公司净利润	136	368	1030	1542
非流动负债	1613	1786	1826	1766	EBITDA	202	617	1516	2333
长期借款	509	109	109	9	EPS (元)	0.10	0.26	0.60	0.91
其他非流动负债	1104	1677	1717	1757	主要财务比率				
负债合计	3058	3491	3595	3218	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	37	42	55	75	成长能力				
股本	1310	1410	1703	1703	营业收入	-43.5%	17.3%	39.0%	27.8%
资本公积	833	833	833	833	营业利润	-95.3%	377.4%	214.3%	59.2%
留存收益	2187	2555	3585	4617	归属于母公司净利润	-90.6%	171.7%	179.8%	49.7%
归属母公司股东权益	4233	4701	6024	7056	获利能力				
负债和股东权益	7328	8234	9674	10348	毛利率(%)	9.9%	16.4%	25.7%	30.9%
现金流量表					净利率(%)	3.5%	8.0%	16.2%	19.0%
单位:百万元					ROE(%)	3.2%	7.8%	17.1%	21.9%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	1.3%	5.7%	15.1%	22.2%
经营活动现金流	162	395	1593	2095	偿债能力				
净利润	121	373	1043	1562	资产负债率(%)	41.7%	42.4%	37.2%	31.1%
折旧摊销	144	212	278	328	净负债比率(%)	35.72%	26.77%	22.43%	5.26%
财务费用	-25	13	6	45	流动比率	1.85	1.23	1.42	1.73
投资损失	-5	-5	-6	-6	速动比率	1.76	1.15	1.35	1.64
营运资金变动	-70	-197	272	166	营运能力				
其他经营现金流	-3	0	0	0	总资产周转率	0.54	0.59	0.71	0.81
投资活动现金流	-760	-1691	-1291	-994	应收账款周转率	38	46	58	77
资本支出	911	1700	1300	1000	应付账款周转率	6.53	6.97	7.37	7.24
长期投资	0	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	150	9	9	6	每股收益(最新摊薄)	0.10	0.26	0.73	1.09
筹资活动现金流	201	502	198	-1153	每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.28	1.13	1.49
短期借款	362	271	-132	-537	每股净资产(最新摊薄)	3.00	3.33	4.27	5.00
长期借款	126	-400	0	-100	估值比率				
普通股增加	0	100	293	0	P/E	84.81	31.21	11.16	7.45
资本公积增加	-5	0	0	0	P/B	2.71	2.44	1.91	1.63
其他筹资现金流	-282	531	38	-516	EV/EBITDA	51	17	7	4
现金净增加额	-403	-793	500	-52					

数据来源: 公司数据, 湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。