

中性-A (维持)

中远航运 600428.SH

目标估值: N/A  
当前股价: 7.07 元  
2010 年 7 月 13 日

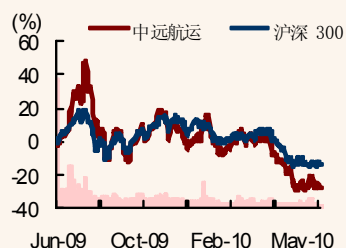
## 景气下行预期寻底后可布局中长线机会

### 基础数据

|            |          |
|------------|----------|
| 上证综指       | 2553     |
| 总股本(万股)    | 131042   |
| 已上市流通股(万股) | 131042   |
| 总市值(亿元)    | 98       |
| 流通市值(亿元)   | 98       |
| 每股净资产(MRQ) | 3.3      |
| ROE(TTM)   | 2.3      |
| 资产负债率      | 44.0%    |
| 主要股东       | 广州远洋运输公司 |
| 主要股东持股比例   | 50.1%    |

### 股价表现

|      |    |     |     |
|------|----|-----|-----|
| %    | 1m | 6m  | 12m |
| 绝对表现 | -3 | -28 | -28 |
| 相对表现 | 0  | -8  | -16 |



### 相关报告

- 1、《长航油运(600087)-景气阶段下行预期,增发或酝酿交易性机会》  
2010/5/20
- 2、《招商轮船(601872)-VLCC 与 Handymax 景气驱动盈利复苏》  
2010/4/28

### 纪敏

0755-82960304  
jimin@cmschina.com.cn  
S1090208030187

周期股的超跌反弹与景气预期的好转,是中远航运潜在的两类机会。然而,航运股当前估值吸引力和行业受关注度的不足将在时间跨度和涨幅两个维度影响其超跌反弹的可操作性。因此,待景气下行预期寻底后进行中长线布局似乎更为可行。

□ **中远航运(600428): 关注周期股超跌反弹的交易性机会和景气下行预期寻底后可布局的中长线机会。** 经济增速的下滑和盈利风险的逐步释放是未来制约 A 股市场最主要的因素。大部分周期性行业的 PB 已回到 2 倍甚至更低的水平,但与权重股不同,过高的业绩弹性令市场有所顾虑其估值的安全边际,未来依然有可能牵动指数下行,但政策以及季节因素的扰动会促使其短期超跌反弹。单就航运业而言,公司的中长期发展前景可看高一线,因此,在经济景气下行预期寻底之后,我们认为可布局中远航运的中长线机会。

□ **2010 年中期业绩快报: 盈利同比增长 50%以上。** 公司 1-6 月实现营业收入 20.3 亿元,同比增长 1.38%; 净利润 1.46 亿,同比增长 54.4%,折合每股收益 0.11 元。多用途船在二季度的运价上涨以及新增重吊和半潜船,是提升二季度盈利的原因。展望下半年,全球经济和中国出口可能出现的下滑趋势以及与回程运输相关的 BDI 走势的低迷是目前市场的顾虑所在。

□ **中远航运(600428)的中长期前景可看高一线。** 1) 公司所处的远洋杂货和特种运输市场的供需关系要优于集装箱、干散货和油轮运输市场; 2) 长期而言,中国出口产品的结构升级和中国企业的海外投资将利好大型机械设备的出口; 3) 公司在盈利能力较强的重吊船和半潜船市场具有相对的技术和管理经验优势; 4) 逆周期造船与全球营销战略有望持续提升公司在细分市场的竞争力。当然,上述优势转化为公司盈利水平的提升将是渐进的过程。

□ **短期给予“中性”评级,未来可逐步布局公司的中线机会。** 市场对于未来经济下行的忧虑短期内难有明显改观,这也将继续困扰周期性行业。航运股目前估值吸引力以及市场关注度的相对不足将在一定程度上影响“超跌反弹”的可行性。中远航运(600428)的中长期发展前景在航运业内属个中翘楚,因此,我们认为,经济下行预期寻底后进行中长线布局似乎更为可行。

### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 6901 | 3902 | 1604  | 2340  | 2678  |
| 同比增长      | 30%  | -43% | -59%  | 46%   | 14%   |
| 营业利润(百万元) | 1736 | 82   | 367   | 793   | 1052  |
| 同比增长      | 28%  | -95% | 346%  | 116%  | 33%   |
| 净利润(百万元)  | 1448 | 136  | 306   | 652   | 841   |
| 同比增长      | 35%  | -91% | 126%  | 113%  | 29%   |
| 每股收益(元)   | 1.11 | 0.10 | 0.23  | 0.50  | 0.65  |
| PE        | 6.3  | 67.7 | 30.0  | 14.1  | 10.9  |
| PB        | 2.1  | 2.2  | 2.1   | 1.9   | 1.7   |

资料来源: 招商证券

## 正文目录

|                                                            |   |
|------------------------------------------------------------|---|
| 1、中远航运（600428）作为周期类个股：建议关注超跌反弹的交易性机会与景气下滑预期寻底后的中长期价值 ..... | 3 |
| 1.1 周期性行业趋势不容乐观，超跌反弹或可关注 .....                             | 3 |
| 1.2 公司是远洋杂货和特种运输细分市场的龙头 .....                              | 3 |
| 1.3 可关注：超跌反弹+景气下行预期寻底后的中线机会 .....                          | 4 |
| 2、2010 年中期业绩快报：盈利同比增长 50%以上 .....                          | 5 |
| 3、中远航运（600428）的中长期前景可看高一线 .....                            | 6 |
| 3.1 多用途以及半潜船市场的供给压力相对较小 .....                              | 6 |
| 3.2 重吊船和半潜船市场具有相对的经营壁垒 .....                               | 7 |
| 3.3 本土优势+运力扩张+拓展全球货代：竞争力提升 .....                           | 8 |
| 4、景气下行预期寻底后的中长线布局似乎更为可行 .....                              | 9 |

## 图表目录

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 图 1、A 股各主要行业的 PB 比较 .....                  | 3  |
| 图 2、中远航运（600428）的中长期价值在航运业独树一帜 .....       | 4  |
| 图 3、出口与第三国运输是公司收入的主要来源(2009) .....         | 4  |
| 图 4、半潜船、重吊船以及多用途船是主要利润来源 .....             | 4  |
| 图 5、钢材和机电设备是公司主要的出口运输品种 .....              | 5  |
| 图 6、Clarkson MPC 17000 dwt 指数走势 .....      | 5  |
| 图 7、公司去程与回程航线的运价比较（2006-2009） .....        | 5  |
| 图 8、回程航线运价与 BDI 的相关性比较（2004-2009） .....    | 5  |
| 图 9、机械及运输设备类货物的出口运输需求增长路径分析 .....          | 6  |
| 图 10、中远航运（600428）旗下的半潜船示意图 .....           | 6  |
| 图 11、道格拉斯石油公司对于海上石油投资额的预测 .....            | 6  |
| 图 12、多用途船市场的供需压力相对较小（2010.6） .....         | 6  |
| 图 13、多用途船的船龄结构分布（2010.6） .....             | 6  |
| 图 14、重吊船和半潜船的盈利水平高于其他船型 .....              | 7  |
| 图 15、重吊船和半潜船的期租水平高于其他船型 .....              | 7  |
| 图 16、2010 年上半年公司股价表现弱于上证指数 .....           | 9  |
| 图 17、公司估值水平一度逼近历史底部（2002-2010） .....       | 9  |
| 表 1、A 股权重股的估值水平已经回到底端（上证指数 2300 点） .....   | 3  |
| 表 2、中远航运（600428）2010 年中期业绩快报 .....         | 5  |
| 表 3、多用途船与三大市场船型的运力比较(截至 2010.6) .....      | 7  |
| 表 4、中远航运在半潜船市场与竞争者的运力比较(统计截至 2010.6) ..... | 7  |
| 表 5、全球重吊船公司的现有和在建运力对比 .....                | 7  |
| 表 6、半潜船经营的技术和管理要求相对较高 .....                | 8  |
| 表 7、公司在所运作航线上具有相对的垄断优势 .....               | 8  |
| 表 8、中远航运旗下各类船型的运力及订单统计(截至 2010.6) .....    | 9  |
| 表 9、A 股航运业上市公司估值表 .....                    | 9  |
| 附：财务预测表 .....                              | 10 |

## 1、中远航运（600428）作为周期类个股：建议关注超跌反弹的交易性机会与景气下滑预期寻底后的中长期价值

### 1.1 周期性行业趋势不容乐观，但超跌反弹或可关注

经济增速下滑与盈利风险的释放是制约目前 A 股市场最主要的因素。我们认为，上证指数在下半年的下跌风险并不十分明显，理由大致是：1）当前的整体估值水平已经回到历史低位；2）除非经济二次探底，权重股对 ROE 下降的风险已反映得比较充分；3）资金面分析，农行发行即将结束，流动性总供给将在 7 月份开始稳定下来。

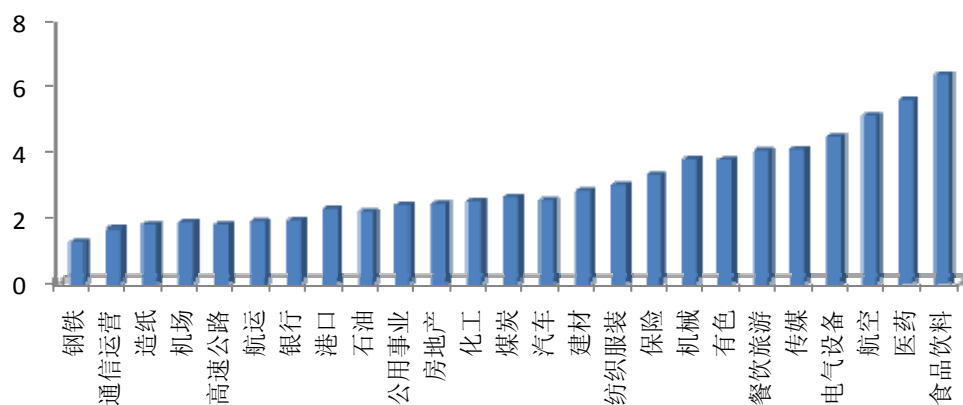
表 1、A 股权重股的估值水平已经回到底端（上证指数 2300 点）

| 行 业 | PB   | 隐含 ROE | 04-09 最低 ROE | 较底部差值 |
|-----|------|--------|--------------|-------|
| 银 行 | 1.98 | 11.9   | 14.6         | -2.70 |
| 煤 炭 | 2.33 | 14.1   | 13.8         | 0.30  |
| 港 口 | 1.95 | 11.8   | 9.05         | 2.75  |
| 机 场 | 1.79 | 10.8   | 7.70         | 3.10  |
| 高 速 | 1.66 | 10.0   | 6.64         | 3.36  |
| 石 油 | 2.14 | 12.9   | 9.38         | 3.52  |
| 石 化 | 1.73 | 10.5   | 6.16         | 4.34  |

资料来源：Wind、招商证券

然而结构性风险依然存在，其中传统周期性行业因经济减速刚开始显现，其盈利能力在未来 2-3 个季度可能出现快速下滑甚至亏损。虽然其中大部分行业 PB 已回到 2 倍甚至更低的水平，但与权重股不同，过高的业绩弹性使其估值仍不具有安全边际，未来依然可能牵动指数下行，但政策以及季节因素的扰动会促使其短期超跌反弹。

图1、A 股各主要行业的PB 比较

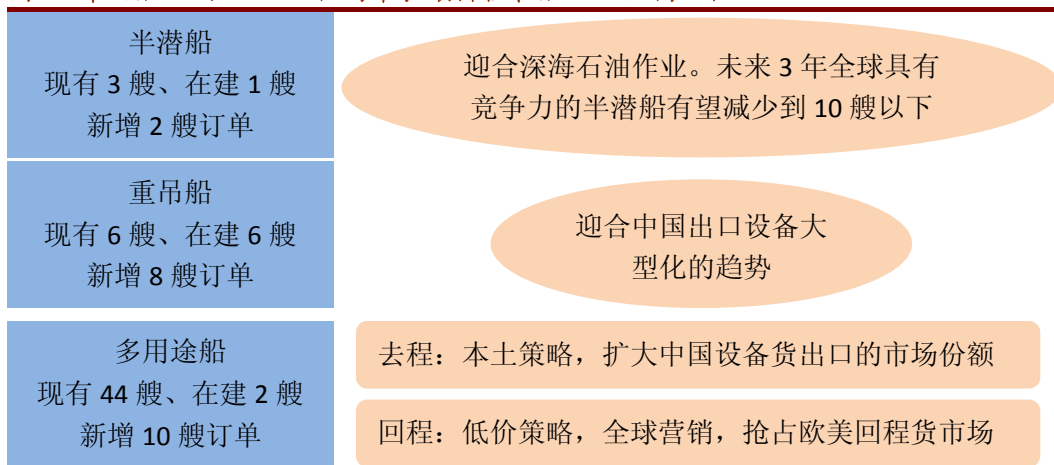


资料来源：Wind、招商证券研发中心

### 1.2 公司是远洋杂货和特种运输细分市场的龙头

在航运业，中远航运（600428）所运营的杂货和特种运输领域具有相对的壁垒和更加优化的供需关系，并且公司未来的运力扩张以及全球营销战略亦有助于进一步提升其在细分领域的中长期竞争力。公司在航运业的中长期价值可谓独树一帜。

图2、中远航运（600428）的中长期价值在航运业独树一帜

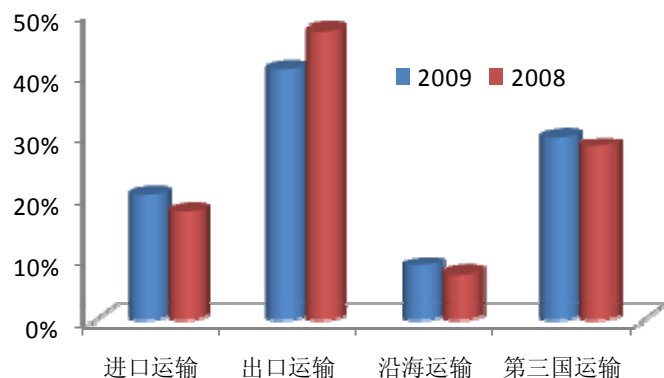


资料来源：上市公司、招商证券研发中心

### 1.3 可关注：超跌反弹+景气下行预期寻底后的中线机会

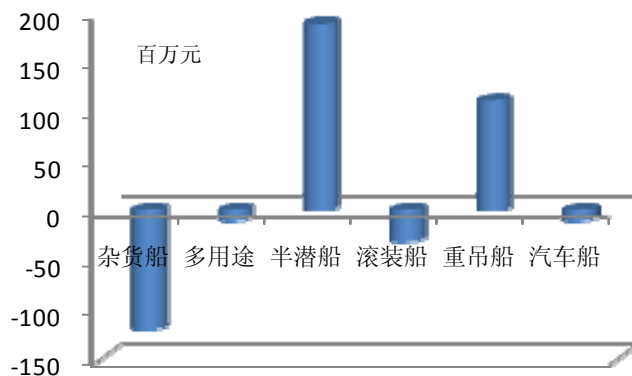
从行业基本面看，由于欧洲债务危机加重了市场对发达经济国家经济二次探底的担忧，国内宏观调控的基调目前依然偏紧，由此周期类行业的市场预期难言乐观。如前文所述，周期性行业当前 2 倍 PB 以下的估值水平并不具有十分的吸引力，航运业同样亦是如此。在中远航运（600428）的盈利构成中，出口以及第三国运输是主要的收入和利润的贡献来源。这也意味着公司未来盈利更大程度受全球经济以及中国出口的趋势影响。

图3、出口与第三国运输是公司收入的主要来源(2009)



资料来源：上市公司、招商证券研发中心

图4、半潜船、重吊船以及多用途船是主要利润来源



资料来源：上市公司、招商证券研发中心

作为周期类品种，中远航运（600428）在超跌之后亦有反弹的可能。当然，我们并不质疑经济增速下滑和外围经济复苏的不确定性对周期性行业盈利所造成的负面影响，这亦可能导致周期性行业在相当一段时间内的股价走势疲弱，然而，这对于长期投资者而言，中远航运（600428）股价表现的阶段性低迷也将提供较好的介入机会。

总体而言，未来 2 个季度，周期性行业的超跌反弹以及景气预期寻底之后公司的中长期价值是可以关注的两类潜在机会。当然，与此两类机会对应的潜在风险则是，博弈型品种所蕴含的交易性机会的难以捉摸和经济景气下滑预期寻底这一过程的波折难测。

## 2、2010 年中期业绩快报：盈利同比增长 50%以上

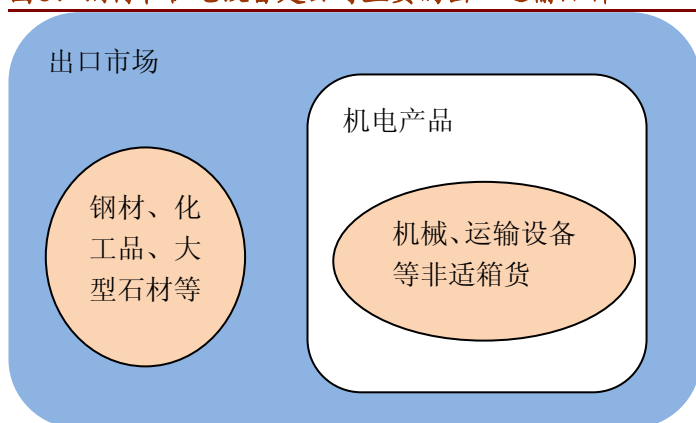
表 2、中远航运（600428）2010 年中期业绩快报

|             | 报告期      | 上年同期   | 本期较上期增减 |
|-------------|----------|--------|---------|
| 营业收入        | 202899   | 200136 | 1.38%   |
| 营业利润        | 15238    | 8128   | 87.5%   |
| 利润总额        | 17829    | 10535  | 69.2%   |
| 归属母公司净利润    | 14587    | 9446   | 54.4%   |
| 基本每股收益(元/股) | 0.11     | 0.07   |         |
| 加权平均 ROE    | 3.39%    | 2.14%  |         |
| 归属母公司每股净资产  | 3.34 元/股 |        |         |

资料来源：上市公司、招商证券

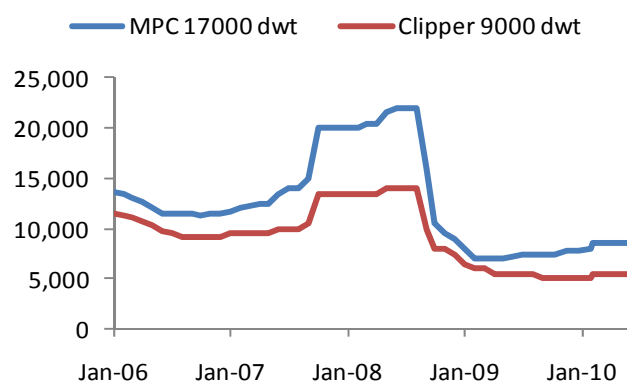
公司近日发布业绩快报：2010 年 1-6 月实现营业收入 20.3 亿元，同比增长 1.38%；实现归属上市公司净利润 1.46 亿，同比增长 54.4%，折合每股收益 0.11 元。我们分析，多用途船在二季度的运价上涨以及新增重吊和半潜船，是提升二季度盈利的重要原因。

图 5、钢材和机电产品是公司主要的出口运输品种



资料来源：上市公司、招商证券研发中心

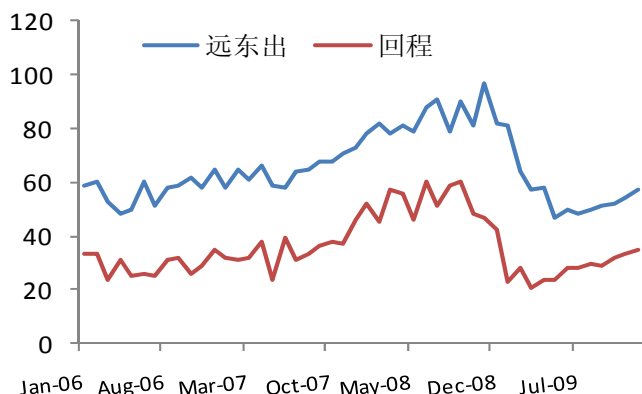
图 6、Clarkson MPC 17000 dwt 指数走势



资料来源：上市公司、招商证券研发中心

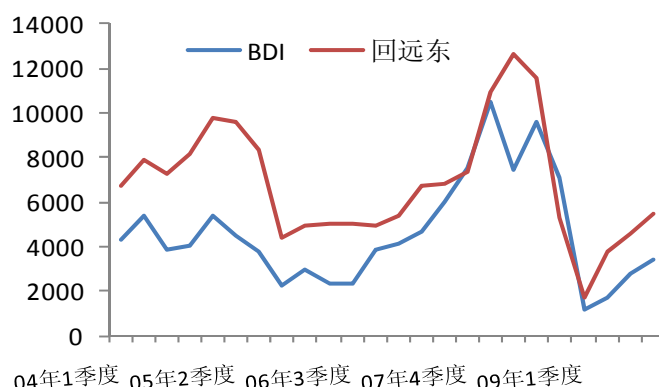
展望下半年，全球经济和中国出口趋势将对多用途船、重吊船和半潜船市场的未来产生影响；而从回程角度而言，与 BDI 的相关性在现阶段尚难以回避。当然，拓展全球货代（全球营销）在长远来讲有可能会对公司回程货物的品种和运价带来改善。

图 7、公司去程与回程航线的运价比较（2006-2009）



资料来源：上市公司、招商证券研发中心

图 8、回程航线运价与 BDI 的相关性比较（2004-2009）



资料来源：上市公司、招商证券研发中心

### 3、中远航运（600428）的中长期前景可看高一线

图9、机械及运输设备类货物的出口运输需求增长路径分析

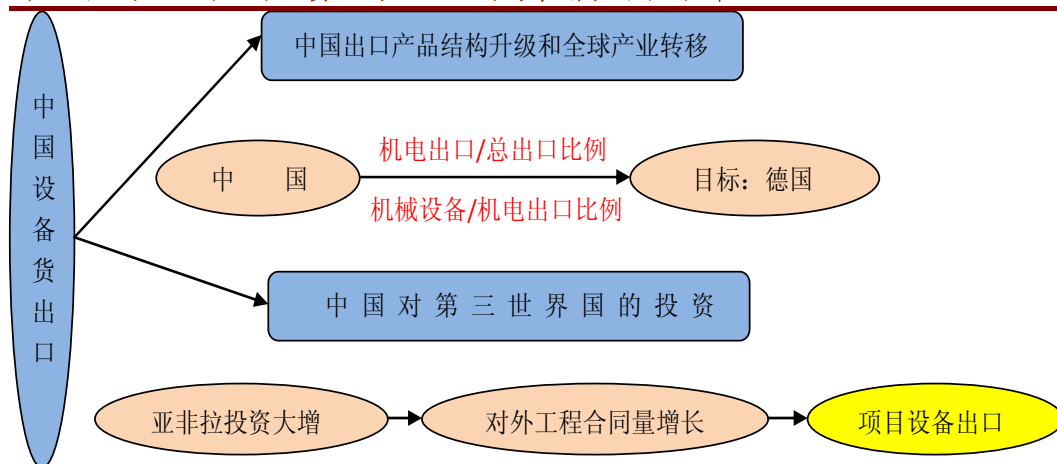
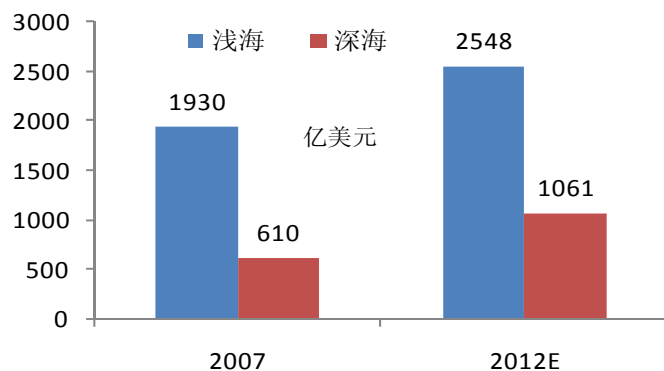


图10、中远航运（600428）旗下的半潜船示意图



资料来源：上市公司、招商证券研发中心

图11、道格拉斯石油公司对于海上石油投资额的预测



资料来源：上市公司、招商证券研发中心

#### 3.1 多用途以及半潜船市场的供给压力相对较小

图12、多用途船市场的供需压力相对较小（2010.6）

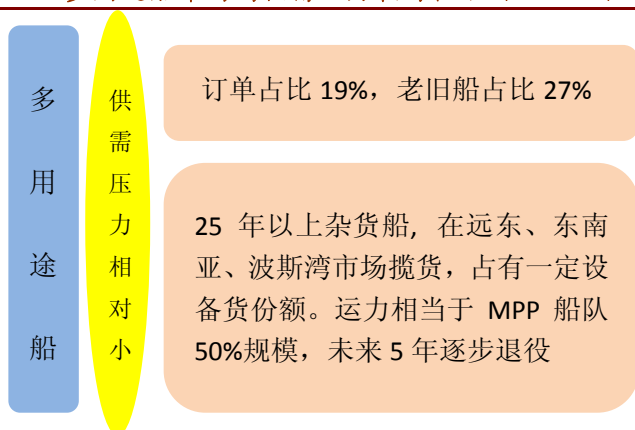
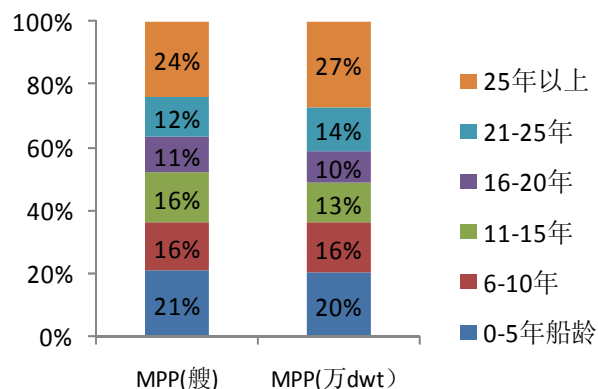


图13、多用途船的船龄结构分布（2010.6）



资料来源：Clarkson、招商证券研发中心

表 3、多用途船与三大市场船型的运力比较(截至 2010.6)

| 船型   | 运力(艘) | 订单(艘) | 运力 dwt | 订单    | 占比(艘) | 占比 dwt |
|------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| 多用途船 | 2974  | 553   | 2614   | 748   | 19%   | 29%    |
| 散货船  | 7612  | 3333  | 48678  | 29195 | 44%   | 60%    |
| 油轮   | 5367  | 1275  | 44444  | 11298 | 24%   | 25%    |
| 集装箱船 | 4851  | 699   | 17402  | 4845  | 14%   | 28%    |

资料来源：上市公司、招商证券

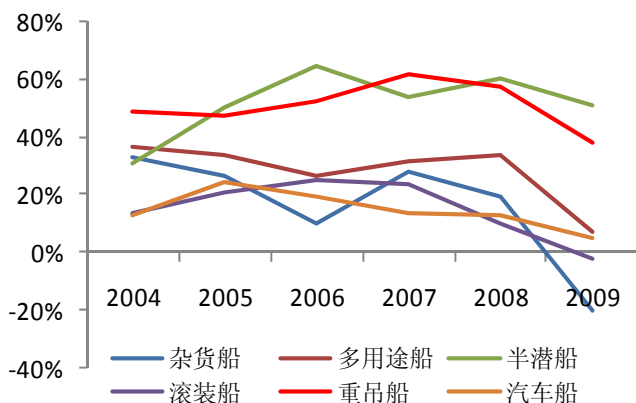
表 4、中远航运在半潜船市场与竞争者的运力比较(统计截至 2010.6)

| 半潜船市场      | 具备竞争力的船 | 船龄>25 年                                                      | 油轮改装船 |
|------------|---------|--------------------------------------------------------------|-------|
| Dockwise   | 3       | 7                                                            | 6     |
| OHL        |         |                                                              | 4     |
| Fairstar   |         |                                                              | 2     |
| 中远航运       | 4       |                                                              |       |
| Seametric  | 4       | 合计 16 艘 Dock-type 半潜船订单<br>主要面向较小的 RTG、桥吊、海水<br>淡化设备等半潜船低端市场 |       |
| Rolldock   | 1       |                                                              |       |
| Combi-Lift | 4       |                                                              |       |

资料来源：上市公司、招商证券

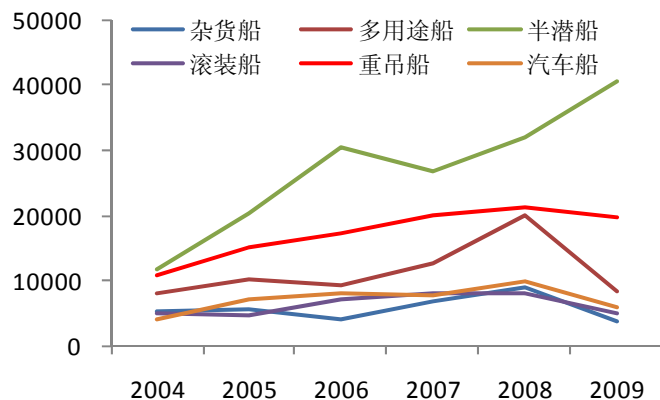
### 3.2 重吊船和半潜船市场具有相对的经营壁垒

图 14、重吊船和半潜船的盈利水平高于其他船型



资料来源：上市公司、招商证券研发中心

图 15、重吊船和半潜船的期租水平高于其他船型



资料来源：上市公司、招商证券研发中心

承运重大件及特殊货物运输服务的**重吊船**和要承运海上石油钻井平台等重量在 1000 吨以上的超大型货物和海上工程设备的**半潜船**，对于技术和管理经验有着较高的专业要求，也相应具有较高的壁垒。过往几年，**重吊船**和**半潜船**的盈利水平亦优于其他船型。

表 5、全球重吊船公司的现有和在建运力对比

| 重吊船公司        | 现有船舶 |       |        | 在建船舶 |       |        |
|--------------|------|-------|--------|------|-------|--------|
|              | 艘数   | 平均吨位  | 合计     | 艘数   | 平均吨位  | 合计     |
| JUMBO        | 14   | 8516  | 119224 |      |       |        |
| SAL          | 15   | 9697  | 155146 | 2    | 12500 | 25000  |
| BIGLIFT      | 9    | 12297 | 110676 | 12   | 17384 | 208610 |
| Rickmers     | 10   | 30000 | 300000 | 18   | 22111 | 398000 |
| Chipolbrok   | 4    | 30000 | 120000 | 6    | 30000 | 180000 |
| Beluga       | 40   | 12523 | 500906 | 37   | 17207 | 636672 |
| INT ERMARINE | 16   | 8375  | 134000 | 8    | 11000 | 88000  |

|         |    |       |        |    |       |        |
|---------|----|-------|--------|----|-------|--------|
| BBC     | 21 | 10719 | 225100 | 28 | 11786 | 330000 |
| Clipper | 27 | 10259 | 277000 | 22 | 15227 | 335000 |
| 中远航运    | 6  | 20305 | 121828 | 10 | 27800 | 278000 |

资料来源: Clarkson、招商证券

**表 6、半潜船经营的技术和管理要求相对较高**

| 比 较  | 专业半潜船                                     | 油轮/半潜驳船改造船                                   | 原 因                                            |
|------|-------------------------------------------|----------------------------------------------|------------------------------------------------|
| 风险系数 | 一次下潜/上浮作业 3 个小时                           | 一次下潜/上浮作业 12 小时以上                            | 24 个独立水舱, 排水量达 6000 吨/小时                       |
| 技术标准 | 配备了第 5 代动态定位系统和全回转式电力推进系统, 5 级风力/精度 10 厘米 | 无法配备最新技术                                     | 船型限制, 改造成本过高                                   |
| 营运记录 | 新船无事故记录                                   | Fairstar 两艘半潜油轮改造船, 09 年投入运营, 全年 4 单货, 3 单货损 | 自升式平台, 2 亿美金以上; 半潜式平台, 4 亿美金以上; 运价敏感度低, 安全性要求高 |

资料来源: 招商证券研发中心

### 3.3 本土优势+运力扩张+拓展全球货代: 竞争力提升

中远航运 (600428) 在细分市场拥有目前全球最大的船队, 主要势力范围在远东-亚非拉, 由于所运作航线已经运营多年, 积累了很多货主关系, 具有相对的垄断地位。

**表 7、公司在所运作航线上具有相对的垄断优势**

| 船 型              | 2004   | 2005   | 2006   | 2007   | 2008   | 2009 |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|------|
| <b>远东-非洲</b>     |        |        |        |        |        |      |
| 日本市场出口份额         | 85%    | 80%    | 80%    | 85%    | 90%    | 90%  |
| 韩国市场出口份额         | 70%    | 70%    | 50%    | 50%    | 70%    | 70%  |
| 中国市场出口份额         | 60%    | 60%    | 30%    | 30%    | 60%    | 60%  |
| <b>远东-孟加拉</b>    |        |        |        |        |        |      |
| 日本市场出口份额         | 50%    | 50%    | 50%    | 50%    | 50%    | 50%  |
| 韩国市场出口份额         | 60%    | 60%    | 60%    | 60%    | 60%    | 60%  |
| 中国市场出口份额         | 90%    | 90%    | 90%    | 100%   | 100%   | 95%  |
| <b>中国-美洲</b>     |        |        |        |        |        |      |
| 出口南美西岸份额         | 70-80% | 60-70% | 40-50% | 35-40% | 30-40% | 30%  |
| 出口加勒比份额          | 50-60% | 60-70% | 40-50% | 45-50% | 35-45% | 40%  |
| 南美回程鱼粉份额         | 64%    | 64%    | 70%    | 90%    | 90%    | 80%  |
| 巴西回程石材份额         |        |        |        | 50%    | 40%    | 60%  |
| <b>中国-波湾、红海</b>  |        |        |        |        |        |      |
| 出口至该航区份额         | 80%    | 80%    | 70%    | 70%    | 70%    | 80%  |
| 回程印度和东南亚         | 40%    | 40%    | 40%    | 40%    | 40%    | 40%  |
| <b>远东-欧洲、地中海</b> |        |        |        |        |        |      |
| 设备货市场份额          |        | 20%    | 20%    | 30%    | 70%    | 60%  |
| 钢材市场份额           |        | 20%    | 20%    | 30%    | 35%    | 25%  |
| 回程进口市场份额         |        | 20%    | 20%    | 20%    | 20%    | 20%  |

资料来源: 上市公司、招商证券

公司计划按不超过 10 配 3 的比例进行配股, 预计融资额不超过 40 亿人民币, 募集资金主要用于建造 18 艘多用途船和重吊船以及之前订购的 2 艘 5 万吨半潜船。

**表 8、中远航运旗下各类船型的运力及订单统计(截至 2010.6)**

| 船 型  | 2008(艘) | 2009(艘) | 2010-2011 新增     | 2011-2013 订单 |
|------|---------|---------|------------------|--------------|
| 杂货船  | 23      | 11      | 未来 3 年旗下杂货船将逐步淘汰 |              |
| 多用途船 | 44      | 44      | 3                | 12           |
| 重吊船  | 4       | 5       | 7                | 8            |
| 半潜船  | 2       | 2       | 2                | 2            |
| 滚装船  | 3       | 3       |                  |              |
| 汽车船  | 2       | 2       |                  |              |
| 合 计  | 78      | 67      | <79              | 90           |

资料来源：上市公司、招商证券

拓展全球货代的意义在于：1) 在重点地区/重点城市加强自身的揽货能力 2) 对于次重点区域/城市，公司将联合兄弟公司中远集运，利用其全球货代网络拓展货源 3) 对于尚无覆盖的地区，公司将以当地的最大的货代为重点突破对象，发挥公司船舶低造价成本优势，用中国人擅长的价格战开拓市场份额 4) 长远改善回程航线的货种和运价。

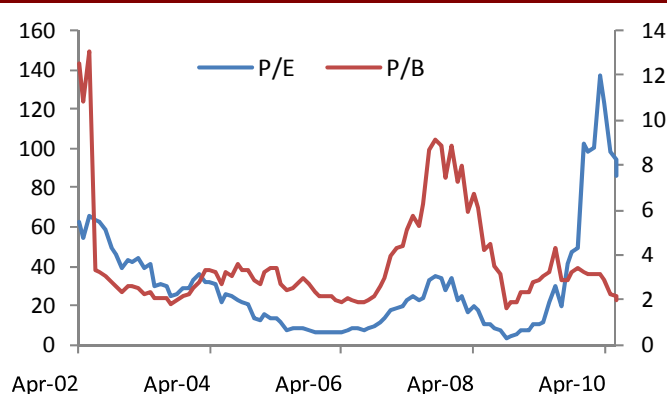
## 4、景气下行预期寻底后的中长线布局似乎更为可行

**图 16、2010 年上半年公司股价表现弱于上证指数**



资料来源：Wind、招商证券研发中心

**图 17、公司估值水平一度逼近历史底部（2002-2010）**



资料来源：Wind、招商证券研发中心

周期股的超跌反弹与景气预期的好转，是中远航运潜在的两类机会。然而，航运股当前估值吸引力和行业受关注度的不足将在时间跨度和涨幅两个维度影响其超跌反弹的可操作性。因此，待景气下行预期寻底后进行中长线布局似乎更为可行。

**表 9、A 股航运业上市公司估值表**

| 上 市 公 司  |        |      | EPS   |      |      | PE   |      |      | PB  |
|----------|--------|------|-------|------|------|------|------|------|-----|
|          |        |      | 09    | 10E  | 11E  | 09   | 10E  | 11E  |     |
| A 股航运业公司 |        | 股 价  |       |      |      |      |      |      |     |
| 中国远洋     | 601919 | 9.06 | -0.52 | 0.35 | 0.41 |      | 25.9 | 22.1 | 2.1 |
| 中远航运     | 600428 | 7.07 | 0.1   | 0.23 | 0.50 | 70.0 | 30.4 | 14.0 | 2.2 |
| 中海集运     | 601866 | 3.42 | -0.55 | 0.1  | 0.28 |      | 34.2 | 12.2 | 1.6 |
| 招商轮船     | 601872 | 4.44 | 0.1   | 0.29 | 0.33 | 44.4 | 15.3 | 13.5 | 1.6 |
| 中海发展     | 600026 | 8.67 | 0.31  | 0.55 | 0.55 | 28.0 | 15.8 | 15.8 | 1.4 |
| 长航油运     | 600087 | 5.67 | 0     | 0.27 | 0.31 |      | 18.9 | 16.7 | 2.1 |
| 宁波海运     | 600798 | 4.05 | 0.03  | 0.15 | 0.18 | 135  | 27.0 | 22.5 | 2.7 |

资料来源：上市公司、招商证券

**附：财务预测表**
**资产负债表**

| 单位：百万元         | 2008        | 2009        | 2010E       | 2011E       | 2012E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 3189        | 2671        | 170         | 1583        | 1723        |
| 现金             | 2704        | 2293        | 50          | 50          | 50          |
| 交易性投资          | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应收票据           | 0           | 0           | 0           | 47          | 54          |
| 应收款项           | 115         | 78          | 28          | 573         | 656         |
| 其它应收款          | 40          | 32          | 37          | 140         | 147         |
| 存货             | 143         | 125         | 36          | 657         | 683         |
| 其他             | 186         | 142         | 19          | 117         | 134         |
| <b>非流动资产</b>   | 3935        | 4657        | 5470        | 6132        | 6835        |
| 长期股权投资         | 41          | 41          | 41          | 41          | 41          |
| 固定资产           | 2440        | 2654        | 3482        | 4444        | 5447        |
| 无形资产           | 3           | 3           | 3           | 2           | 2           |
| 其他             | 1451        | 1959        | 1944        | 1644        | 1344        |
| <b>资产总计</b>    | <b>7125</b> | <b>7328</b> | <b>5640</b> | <b>7715</b> | <b>8558</b> |
| <b>流动负债</b>    | 1234        | 1445        | 674         | 2286        | 2532        |
| 短期借款           | 137         | 498         | 468         | 1596        | 1814        |
| 应付账款           | 552         | 524         | 152         | 265         | 276         |
| 预收账款           | 162         | 73          | 23          | 398         | 414         |
| 其他             | 383         | 350         | 30          | 27          | 28          |
| <b>长期负债</b>    | 1439        | 1613        | 479         | 479         | 479         |
| 长期借款           | 384         | 509         | 479         | 479         | 479         |
| 其他             | 1056        | 1104        | 0           | 0           | 0           |
| <b>负债合计</b>    | <b>2674</b> | <b>3058</b> | <b>1153</b> | <b>2765</b> | <b>3011</b> |
| 股本             | 1310        | 1310        | 1310        | 1310        | 1310        |
| 资本公积金          | 838         | 833         | 833         | 833         | 833         |
| 留存收益           | 2218        | 2090        | 2304        | 2760        | 3349        |
| 少数股东权益         | 85          | 37          | 40          | 47          | 55          |
| 母公司所有者权益       | 4366        | 4233        | 4447        | 4903        | 5492        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>7125</b> | <b>7328</b> | <b>5640</b> | <b>7715</b> | <b>8558</b> |

**现金流量表**

| 单位：百万元         | 2008  | 2009  | 2010E  | 2011E | 2012E  |
|----------------|-------|-------|--------|-------|--------|
| <b>经营活动现金流</b> | 1727  | 162   | (190)  | 29    | 1073   |
| 净利润            | 1448  | 136   | 306    | 652   | 852    |
| 折旧摊销           | 0     | 0     | 185    | 238   | 297    |
| 财务费用           | 0     | 0     | 25     | 36    | 33     |
| 投资收益           | 0     | 0     | (5)    | (5)   | (5)    |
| 营运资金变动         | 0     | 0     | (413)  | (909) | (114)  |
| 其它             | 279   | 26    | (288)  | 18    | 11     |
| <b>投资活动现金流</b> | (525) | (760) | (1000) | (900) | (1000) |
| 资本支出           | 0     | 0     | (1000) | (900) | (1000) |
| 其他投资           | (525) | (760) | 0      | 0     | 0      |
| <b>筹资活动现金流</b> | 609   | 201   | (1053) | 871   | (73)   |
| 借款变动           | 0     | 0     | (114)  | 1097  | 210    |
| 普通股增加          | 0     | 0     | 0      | 0     | 0      |
| 资本公积增加         | 0     | 0     | 0      | 0     | 0      |
| 股利分配           | 0     | 0     | (92)   | (195) | (255)  |
| 其他             | 609   | 201   | (847)  | (31)  | (28)   |
| <b>现金净增加额</b>  | 1812  | (398) | (2243) | 0     | 0      |

资料来源：公司报表、招商证券

**利润表**

| 单位：百万元           | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 6901 | 3902 | 1604  | 2340  | 2678  |
| 营业成本             | 4794 | 3515 | 1088  | 1326  | 1381  |
| 营业税金及附加          | 107  | 57   | 24    | 35    | 40    |
| 营业费用             | 37   | 52   | 18    | 26    | 29    |
| 管理费用             | 275  | 220  | 88    | 129   | 147   |
| 财务费用             | (21) | (25) | 25    | 36    | 33    |
| 资产减值损失           | (4)  | 6    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益             | 23   | 5    | 5     | 5     | 5     |
| <b>营业利润</b>      | 1736 | 82   | 367   | 793   | 1052  |
| 营业外收入            | 0    | 58   | 10    | 10    | 10    |
| 营业外支出            | 5    | 12   | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>      | 1731 | 128  | 377   | 803   | 1062  |
| 所得税              | 268  | 7    | 68    | 144   | 202   |
| <b>净利润</b>       | 1462 | 121  | 309   | 658   | 860   |
| 少数股东损益           | 14   | (14) | 3     | 7     | 9     |
| <b>母公司所有者净利润</b> | 1448 | 136  | 306   | 652   | 852   |
| <b>EPS (元)</b>   | 1.11 | 0.10 | 0.23  | 0.50  | 0.65  |

**主要财务比率**

|                | 2008  | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入           | 30%   | -43%  | -59%  | 46%   | 14%   |
| 营业利润           | 28%   | -95%  | 346%  | 116%  | 33%   |
| 净利润            | 35%   | -91%  | 126%  | 113%  | 31%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 30.5% | 9.9%  | 32.2% | 43.3% | 48.4% |
| 净利率            | 21.0% | 3.5%  | 19.1% | 27.8% | 31.8% |
| ROE            | 33.2% | 3.2%  | 6.9%  | 13.3% | 15.5% |
| ROIC           | 28.8% | 1.0%  | 5.9%  | 9.7%  | 11.2% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 37.5% | 41.7% | 20.4% | 35.8% | 35.1% |
| 净负债比率          | 8.2%  | 14.9% | 17.3% | 26.9% | 26.7% |
| 流动比率           | 2.6   | 1.8   | 0.3   | 0.7   | 0.7   |
| 速动比率           | 2.5   | 1.8   | 0.2   | 0.4   | 0.4   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产周转率          | 1.0   | 0.5   | 0.3   | 0.3   | 0.3   |
| 存货周转率          | 34.5  | 26.2  | 13.5  | 3.8   | 2.1   |
| 应收帐款周转率        | 46.3  | 40.3  | 30.2  | 7.8   | 4.4   |
| 应付帐款周转率        | 8.4   | 6.5   | 3.2   | 6.4   | 5.1   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益           | 1.11  | 0.10  | 0.23  | 0.50  | 0.65  |
| 每股经营现金         | 1.32  | 0.12  | -0.15 | 0.02  | 0.82  |
| 每股净资产          | 3.33  | 3.23  | 3.39  | 3.74  | 4.20  |
| 每股股利           | 0.33  | 0.03  | 0.07  | 0.15  | 0.19  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 6.3   | 67.7  | 30.0  | 14.1  | 10.8  |
| PB             | 2.1   | 2.2   | 2.1   | 1.9   | 1.7   |
| EV/EBITDA      | 4.4   | 40.3  | 14.1  | 7.6   | 5.9   |

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**纪敏**，男 1998-2005，复旦大学，计算机科学技术专业学士、硕士；2005 年加盟招商证券，现为交通运输行业分析师，《中国港口》、《港口商学院》杂志通讯员。

**常涛** 北京大学光华管理学院 管理科学与工程专业硕士；中国科学技术大学 管理科学与工程专业学士。五年交通运输行业工作经验，现为招商证券交通运输行业分析师。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。