

湘财证券研究所
交通运输研究小组

刘正

Tel: 021-68634510-8078

E-Mail: lz2941@xcsc.com

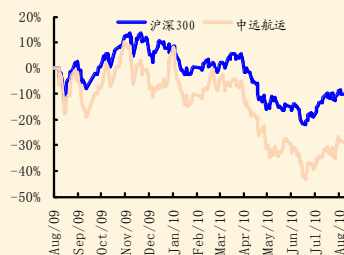
刘江渝

Tel: 021-68634510-8278

E-Mail: lly2775@xcsc.com

公司数据

当前价格	8.05
目标价格	15.00
52周波动区间	12.75
	6.29
流通A股(亿股)	13.10
总市值(亿元)	105.49
日均成交量(百万股)	9.28

股价表现

中期每股收益 0.11 元, 同比/环比增长 54%/255%

中远航运录得中期每股收益 0.11 元, 同比和环比 2009 年下半年均大幅度增长。其中二季度业绩显著恢复, 单季度每股收益 0.07 元, 环比一季度增长 76%, 如果扣除一季度 0.3 亿元的非经常性损益增长更加明显。

□ 多用途船盈利水平显著恢复, 主要受益对外贸易恢复和运费提升

中远航运业绩的好转并不是来自我们给予较好预期的重吊船和半潜船, 而是主要来自多用途船盈利水平的显著恢复。上半年多用途船营收占航运收入比例为 65%, 值得注意的是毛利率提升 11 个百分点至 19.41%, 贡献了 77% 的营业利润。我们判断公司多用途船业务显著好转的主要因素来自我国出口恢复背景下的集装箱运费的持续攀升, 使得公司多用途船 TCE 同比提升 18%。

半潜船和重吊船表现不尽人意, TCE 分别下降 37% 和 58%, 毛利率分别滑落 19 和 36 个百分点, 二者合计贡献 0.65 亿营业利润, 比上年同期下滑了 66%。但利润贡献占多用途船盈利的一半, 显示出两大船型在公司业务中的重要性。汽车船、滚装船和杂货船成为公司的鸡肋, 在中国汽车出口有所恢复的情况下依然亏损, 成为拖累公司业绩的因素之一。

□ 公司二季度已步入业绩快速增长期, 看好公司长期发展前景

二季度业绩显示公司盈利正在快速增长, 但增长的动力来自多用途船盈利水平的恢复, 预计这种恢复态势在 3 季度还会保持。但另外两大船型半潜船和重吊船还在静待市场需求的恢复。我们坚信这两大业务板块是公司未来核心竞争力提升的体现, 随着未来国际油价的走高和我国大型设备出口的增长, 两大业务将面临较好的发展前景。

□ 发展潜力较大, 维持“买入”评级

中远航运上半年在船价低点时果断投资 10 艘多用途船, 将提升多用途船业务可持续发展潜力。特殊的业务和高水平的投资决策将为公司长期发展提供动力, 我们上调 2010 年 EPS 至 0.28 元, 维持“买入”评级。**提示全球经济不及预期风险。**

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6,901	3,902	4,281	5,321	6,714
YOY%	29.59%	-43.46%	9.71%	24.30%	26.19%
净利润(百万元)	1,462	121	362	868	1,376
YOY%	-32.32%	-90.99%	199.07%	139.65%	58.41%
EPS(元)	1.11	0.10	0.28	0.51	0.81
P/E(X)	7	78	29	16	10
P/B(X)	2.42	2.49	2.29	1.80	1.57

表 1 中远航运中期业绩同比和环比趋势及下半年业绩预测

	2009A	2009. 1H	2009. 2H	2010. 1H		2010. 2HE				2010. 1Q	2010. 2Q	
					YoY%	HoH%		YoY%	HoH%			QoQ%
一、营业收入												
营业收入	3,902	2,001	1,900	2,029	1%	7%	2,252	19%	11%	929	1,100	18.31%
减：营业成本	3,515	1,787	1,728	1,706	-5%	-1%	1,782	3%	4%	808	898	11.15%
减：营业税金及附加	57	27	31	27	3%	-10%	37	21%	35%	13	14	6.63%
减：营业费用	52	23	29	15	-36%	-47%	20	-30%	33%	7	8	14.11%
减：管理费用	220	94	125	136	44%	9%	121	-3%	-11%	67	69	4.22%
减：财务费用	(25)	(11)	(13)	(14)	18%	1%	29			(6)	(7)	
减：资产减值损失	6	6	0	6	-1%	4749%				5	1	
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0								
加：投资净收益	5	5	0	0								
其中：对联营合营企业投资收益	0	0	0	0								
二、营业利润												
营业利润	82	81	1	152	87%	18434%	264	32010%	73%	36	116	222.83%
加：营业外收入	58	31	26	30	-5%	15%	20	-23%	-33%	26	4	-86.71%
减：营业外支出	12	7	5	4	-46%	-12%	3	-33%	-24%	0	4	923.06%
其中：非流动资产处置净损失	8	7	0	4	-46%	870%				0	4	923.06%
三、利润总额												
利润总额	128	105	22	178	69%	697%	281	1155%	58%	62	116	87.30%
减：所得税	7	18	(12)	35	89%	-393%	57	-580%	64%	10	25	141.96%
四、净利润												
净利润	121	87	34	143	65%	319%	224	554%	56%	52	92	76.57%
加：少数股东损益	(14)	(8)	(7)	(2)	-68%	-65%	7	-203%	-393%	(1)	(1)	56.07%
归属于母公司所有者净利润	136	94	41	146	54%	255%	216	426%	48%	53	93	76.21%
基本每股收益	0.103	0.072	0.031	0.111	54%	255%	0.170	443%	53%	0.040	0.071	76.21%

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

表 2 中远航运盈利预测关键假设

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
重吊船	82	135	180	229	257	219	306	398	637	924
YOY		63.59%	33.58%	27.27%	12.25%	-14.72%	39.78%	30.00%	60.00%	45.00%
营业毛利率 (%)	18.70	48.97	47.46	52.25	61.24	57.20	38.21	25.00	35.00	40.00
营业毛利	15	66	85	120	157	125	117	100	223	370
YOY		328.36%	29.48%	40.09%	31.57%	-20.35%	-6.62%	-14.94%	124.00%	65.71%
半潜船	94	182	274	317	345	361	378	250	525	656
YOY		93.43%	50.64%	15.63%	8.68%	4.78%	4.72%	-33.94%	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	24	55	138	204	184	216	191	100	263	361
YOY		134.22%	149.77%	47.38%	-9.66%	17.31%	-11.60%	-47.64%	162.50%	37.50%
多用途船	504	1,273	2,279	2,317	3,172	4,100	2,117	2,541	3,176	4,129
YOY		152.62%	79.05%	1.70%	36.89%	29.23%	-48.36%	20.00%	25.00%	30.00%
营业毛利率 (%)	24.91	36.63	33.34	26.25	31.63	33.82	7.25	20.00	25.00	33.00
营业毛利	126	466	760	608	1,003	1,386	153	508	794	1,362
YOY		271.40%	62.93%	-19.92%	64.94%	38.18%	-88.93%	231.03%	56.25%	71.60%
杂货船	59	330	845	679	845	1,063	401	461	267	254
YOY		458.80%	155.62%	-19.60%	24.39%	25.82%	-62.26%	15.00%	-42.04%	-5.00%
营业毛利率 (%)	31.62	32.87	26.42	9.72	27.94	19.03	-20.00	12.00	20.00	20.00
营业毛利	19	109	223	66	236	202	-80	55	53	51
YOY		480.67%	105.44%	-70.41%	257.56%	-14.32%	-139.66%	-169.00%	-3.41%	-5.00%
滚装船	48	68	57	112	161	627	398	278	334	334
YOY		40.15%	-16.45%	98.50%	43.63%	289.12%	-36.56%	-30.00%	20.00%	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	9	12	28	38	61	-9	28	50	50
YOY		47.27%	29.92%	138.31%	37.32%	60.46%	-115.46%	-394.12%	80.00%	0.00%
汽车船	26	42	107	193	458	275	89	152	181	217
YOY		64.90%	154.03%	80.13%	136.85%	-40.02%	-67.45%	70.00%	19.19%	20.00%
营业毛利率 (%)	19.03	12.60	24.54	19.49	13.21	13.14	4.89	-12.00	13.00	13.00
营业毛利	5	5	26	38	60	36	4	-18	24	28
YOY		9.14%	394.68%	43.05%	60.58%	-40.33%	-87.89%	-517.18%	-229.13%	20.00%
主营	813.30	2,029.82	3,741.53	3,848.38	5,238.11	6,644.71	3,690.16	4,080.53	5,120.62	6,514.27
YOY		149.58%	84.33%	2.86%	36.11%	26.85%	-44.46%	10.58%	25.49%	27.22%
其他	19	13	21	19	13	14	428	200	200	200
营业收入	813	2,030	3,742	3,851	5,325	6,901	3,902	4,281	5,321	6,714
YOY		149.58%	84.33%	2.92%	38.29%	29.59%	-43.46%	9.71%	24.30%	26.19%

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

表 3 中远航运财务报表

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	2067	2466	2302	营业收入	3902	4281	5321	6714
现金	2293	1500	2000	1800	营业成本	3515	3488	3894	4472
应收账款	78	114	105	105	营业税金及附加	57	64	79	100
其他应收款	32	64	27	34	营业费用	52	35	40	42
预付账款	125	244	195	224	管理费用	220	257	266	302
存货	125	131	129	130	财务费用	-25	15	10	51
其他流动资产	17	13	10	10	资产减值损失	6	6	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	0	0	0
固定资产	2654	4343	5465	6238	营业利润	82	416	1027	1745
无形资产	3	3	3	3	营业外收入	58	50	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	8206	9627	10136	利润总额	128	459	1099	1787
流动负债	1445	1783	1892	1578	所得税	7	92	220	393
短期借款	498	904	905	425	净利润	121	367	879	1393
应付账款	524	523	584	671	少数股东损益	-14	5	11	18
其他流动负债	423	356	403	482	归属母公司净利润	136	362	868	1376
非流动负债	1613	1786	1826	1766	EBITDA	202	642	1315	2124
长期借款	509	109	109	9	EPS (元)	0.10	0.28	0.51	0.81
其他非流动负债	1104	1677	1717	1757					
负债合计	3058	3569	3718	3344	主要财务比率				
少数股东权益	37	42	53	71	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1310	1310	1703	1703	成长能力				
资本公积	833	833	833	833	营业收入	-43.5%	9.7%	24.3%	26.2%
留存收益	2187	2549	3418	4283	营业利润	-95.3%	406.7%	146.9%	69.8%
归属母公司股东权益	4233	4595	5857	6721	归属于母公司净利润	-90.6%	167.4%	139.7%	58.4%
负债和股东权益	7328	8206	9627	10136	获利能力				
					毛利率(%)	9.9%	18.5%	26.8%	33.4%
					净利率(%)	3.5%	8.5%	16.3%	20.5%
					ROE(%)	3.2%	7.9%	14.8%	20.5%
					ROIC(%)	1.3%	5.9%	12.5%	19.5%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	41.7%	43.5%	38.6%	33.0%
					净负债比率(%)	35.72%	29.95%	28.89%	14.79%
					流动比率	1.85	1.16	1.30	1.46
					速动比率	1.76	1.09	1.23	1.38
					营运能力				
					总资产周转率	0.54	0.55	0.60	0.68
					应收账款周转率	38	43	48	64
					应付账款周转率	6.53	6.66	7.03	7.13
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.10	0.28	0.66	1.05
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	0.28	1.05	1.45
					每股净资产(最新摊薄)	3.23	3.51	4.47	5.13
					估值比率				
					P/E	77.83	29.10	12.14	7.67
					P/B	2.49	2.29	1.80	1.57
					EV/EBITDA	50	16	8	5

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。