

中远航运 (600428.sh)

内因外因皆有改善，特种船队扬帆远航

杨志清 研究员
电话: 021-68828417
eMail: yzq3@gf.com.cn

张亮 研究助理
电话: 021-68815254
eMail: zl23@gf.com.cn

运力结构升级，打造全球最佳特种杂货运输船队

公司在行业低谷造船，至2012年公司多用途船老旧运力全部更新，重吊船以及半潜船运力将扩充1-2倍；公司整体盈利能力将迈上新台阶。

需求拐点显现，未来发展前景值得期待

中远航运需求主要来自于两个方面：（1）相对不发达国家基础设施建设带来的钢材、机械设备等需求；（2）开采能源资本支出所带来的能源设施运输需求。

据最新IMF预测，新兴经济体2010年GDP增长率由此前的6.8%上调至7.4%；EIA同时调高了对明年油价的预期。我们认为特种船运输需求已经显现出拐点。

投资建议

考虑到（1）需求出现趋势性好转；（2）今年冬天可能会出现“极端寒冷”的现象，煤炭运输需求可能会带动BDI上涨。BDI上涨会给股价带来一定的催化剂。（3）中远集团特种船资产存在整体上市预期；我们给予中远航运“买入”评级。

风险提示

全球经济二次探底；

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	6,901.06	3,901.59	4070.71	5112.72	6360.62
EBITDA(百万元)	1,845.45	247.15	284.98	868.31	1697.66
净利润(百万元)	1,448.22	135.50	340.31	729.91	1338.15
净利润增长率	34.86%	-90.64%	151.15%	114.49%	83.33%
每股收益(元)	1.105	0.103	0.26	0.56	1.02
市盈率	5.79	102.03	31.19	14.54	7.93
市净率	1.92	3.27	2.32	2.00	1.60
EV/EBITDA	3.86	54.58	41.23	13.83	6.49
每股红利(元)	0.40	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率(%)	3.90	0.00	0.00%	0.00%	0.00%

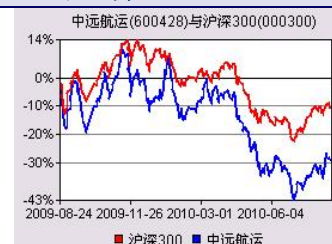
来源：中远航运股份有限公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级



当前价格(元)	8.56
目标价格(元)	11.2
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	10.12%	9.23%	-27.93%
沪深300	3.69%	4.60%	-9.60%

股票数据

总股本(万股)	131,042.4
流通A股(万股)	131,042.4
主要股东:	

中国远洋运输(集团)总公司

主要股东持股比例	50.13%
流通A股比例	100.00%

财务比率

ROE	3.20%
ROA	1.42%
资产负债率	41.73%
每股净资产(元)	3.23

2009年报数据

目录索引

一、专注特种杂货运输，打造全球最大特种船队.....	4
（一）专营特种杂货运输，远东出口件杂货市场份额第一	4
（二）多用途船运力最多，“半潜重吊”盈利能力最强	6
（三）主要利润来源于远东出口市场，回程货盈利仍不佳	7
二、寒冬已过，公司迎来黄金发展期	8
（一）反周期造船，改变船队结构，提升综合竞争力	8
（二）外因：需求逐步改善，供给压力不大	11
（三）股价的催化因素	17
三、盈利预测及估值	18

图表索引

图 1：中远航运专营细分市场——特种杂货运输	4
图 2：多用途船对业绩的弹性最大（以 2009 年业绩为基准）	6
图 3：特种船毛利率较高，但滞后于其他船型	7
图 4：各船型收入占比	7
图 5：各船型毛利占比	7
图 6：去程与回程货运量分布较为均匀	8
图 7：船队进口运输业务贡献主要利润来源	8
图 8：中远航运造船时点均选在周期低点	9
图 9：多用途船、重吊船和半潜船运力大幅增加	10
图 10：中国化工产品出口额大幅反弹	11
图 11：中国机械设备出口额大幅反弹	11
图 12：相对不发达国家的经济恢复速度加快	11
图 13：中国对外承包工程完成额	12
图 14：中国对外承包工程带动货物出口额	12
图 15：多用途船期租水平同比上涨 22.53%	12
图 16：世界原油需求稳步回升	13
图 17：2010 年油价正常在 80 美元/桶	13
图 18：深海原油开采资本支出逐渐回升	13
图 19：中远航运营业利润与油价走势图	15
图 20：中远航运股价与油价走势图	15
图 21：中日韩核电发电量均存在巨大增长的空间	15
图 22：世界水力发电量未来增速	15
图 23：多用途船运力增速放缓	16
图 24：多用途船订单/运力持续下降	16
图 25：多用途船运力船龄偏老（订单量截止 2010 年 9 月初）	16
图 26：BDI 在 10 月份反弹幅度最大	17
图 27：世界 GDP 增长率恢复危机前水平	18
图 28：世界原油需求稳步上升	18

表 1: 中远航运改由中远集团直接控股	4
表 2: 中远航运具有完备的特种杂货运输船队（船队数据截止 2010 年 6 月底）	5
表 3: 中远航运班轮运输市场份额第一	5
表 4: 中远航运船龄分析表（截止 2010 年 6 月 30 日）	8
表 5: 中远航运在手订单	9
表 6: 多用途新船盈利能力大幅增强	10
表 7: 半潜船运营商	14
表 8: 半潜船海上钻进平台运输需求测算	14
表 9: 中远航运调整后股价与 BDI 相关系数表	17
表 10: 中远航运收入预测	18

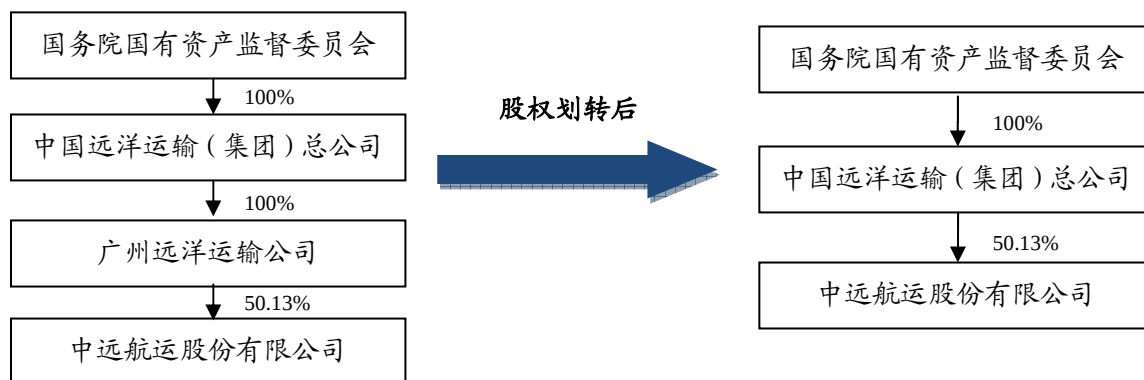
一、专注特种杂货运输，打造全球最大特种船队

（一）专营特种杂货运输，远东出口件杂货市场份额第一

公司主要经营特种杂货运输业务，截止2009年12月31日，公司共拥有由44艘多用途船、11艘杂货船、5艘重吊船、2艘半潜船、3艘汽车船以及3艘滚装船构成的特种运输船队，属于综合性特种杂货远洋运输服务商。

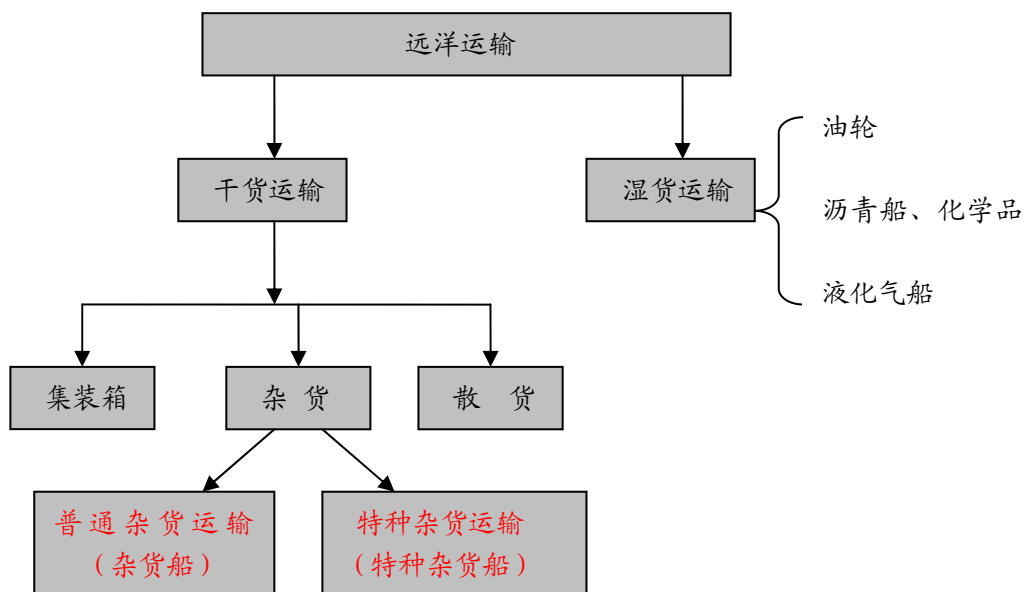
公司率属于中远集团，2002年四月在中国A股上市，控股股东为广州远洋运输公司。2010年6月，广州远洋运输公司将其所处有中远航运50.13%的股权无偿划转给中国远洋运输（集团）总公司，公司的控股股东由广州远洋运输公司变更为中国远洋运输（集团）总公司，中远集团对公司从间接控股转变为直接控股，对中远航运业务与战略规划的发展能够提供更直接的支持。

表 1：中远航运改由中远集团直接控股



数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

图 1：中远航运专营细分市场——特种杂货运输



数据来源：广发证券发展研究中心

表 2：中远航运具有完备的特种杂货运输船队（船队数据截止 2010 年 6 月底）

分类	主要船型	艘数	载重吨 (万吨)	平均船龄	主要承运货种	运营方式
普通 杂货 船	杂货船	7	8.56	27.7	机械设备、一般件杂货、集装箱、散货	班轮
	多用途船	45	86.06	19.13	装运件杂货，包括桶装、木箱装、捆装货物	班轮
特种 杂货 船	重吊船	6	12.38	8.17	大型机械设备、大型项目货载	班轮
	半潜船	2	4.12	7.5	游艇、钻井平台、集装箱桥吊	不定期
	汽车船	2	2.10	27	汽车整车、卡车、货车	不定期
	滚装船	3	4.14	29	专门承运汽车或与汽车相关的货物	班轮
合计		65	117.35	19.46		

数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

班轮运输服务——远东出市场份额第一

公司的杂货船、多用途船、重吊船以及滚装船均已班轮运输的形式提供服务。固定班轮运输方式给公司带来两方面有利：（1）给客户id提供稳定、及时的运输服务，获得稳定的市场份额。（2）班轮航线运营需要相匹配的物流网络以及足够多的船舶，构成较高的进入壁垒。

表 3：中远航运班轮运输市场份额第一

航线	市场	市场份额	2005	2006	2007	2008	2009	主要承运货物
(主航线) 远东至孟加拉	日本		50%	50%	50%	50%	50%	去程：化工产品
	韩国		60%	60%	60%	60%	60%	回程：金属矿石
	中国		90%	90%	100%	100%	95%	(每月四班)
(主航线) 远东至非洲	日本		80%	80%	85%	90%	90%	去程：机械设备(工程机械等)、工业成品
	韩国		70%	50%	50%	70%	70%	回程：金属矿石、木材
	中国		40%	30%	30%	60%	60%	(每月四班)
	回程		40%	40%	40%	40%	40%	
中国至南美	南美西岸	化工品运输市场 60%	化工品运输市场 50%	35%	30%	30%	30%	去程：机械设备、钢材、化工品
	加勒比海	50%	50%	45%	40%	40%	40%	回程：鱼粉、石材
	南美鱼粉回程	64%	70%	90%	90%	80%	80%	每月三班(南美东、西岸和加勒比各一班)
	巴西石材回程	40%	40%	50%	50%	60%	60%	
波斯湾 中国至	去程		80%	70%	70%	70%	80%	去程：机械设备、钢材
	回程		40%	40%	40%	40%	40%	回程：金属矿石
中国至欧洲	去程		20%	20%	30%	设备 70%、钢材 35%	设备 65%、钢材 25%	去程：机械设备、钢材
	回程		20%	20%	20%	20%	20%	回程：设备 (每月 2-3 班)

资料来源：公司资料，广发证券发展研究中心

（二）多用途船运力最多，“半潜重吊”盈利能力最强

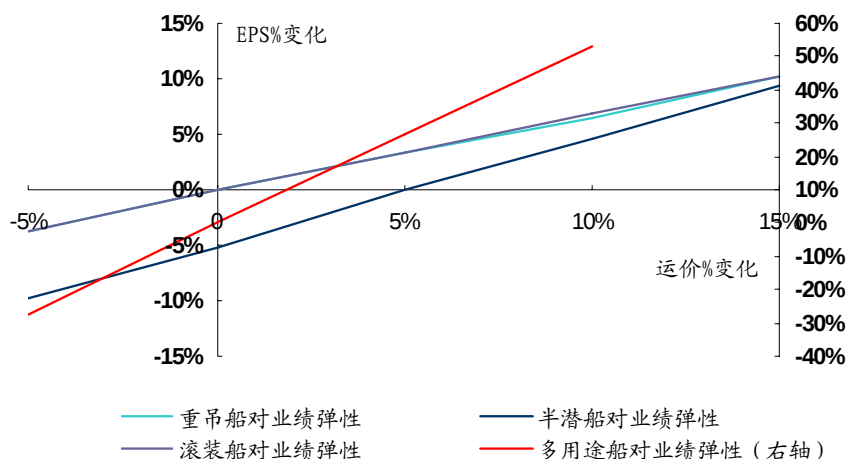
（1）多用途船构成收入的主要来源，对业绩的弹性最大，主要用于承运机械设备、钢材等件杂货，主要需求来源于不发达地区的基建建设。从最近5年的历史数据来看，多用途船实现收入占主营业务收入的60%，实现营业利润占公司营业利润的56%。

（2）半潜船与重吊船拥有较高的毛利率，行业周期略滞后于经济周期。这两类船型主要承运海上石油钻井平台、大型电机、超重超长设备，主要需求来源于能源投资建设。由于资本支出带来的实际货运需求量很大，且运距较远（通常是从远东至中东、西北欧和美洲地区），因此实际的需求通常滞后于资本支出。

2009年，干散货行业、油轮、集装箱等需求大幅减少，运价下跌，而半潜船的等价期租水平却同比上涨26.75%，并且贡献了船队81%的毛利。

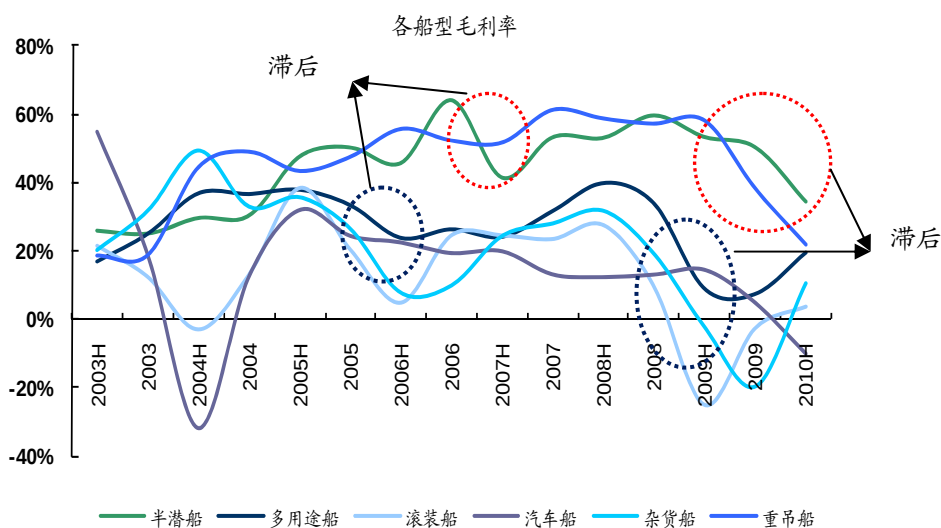
由于滞后性作用，经济衰退对半潜船和重吊船市场的影响在2010年上半年得到体现，据Barclay's E&P Spending Survey统计，2009年全球资本开支下降同比15%。资本支出下降导致2010年半潜船和重吊船市场需求减弱，2010年上半年这两种船型合计贡献毛利21.97%，较去年同期大幅减少。

图 2：多用途船对业绩的弹性最大（以 2009 年业绩为基准）



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

图 3：特种船毛利率较高，但滞后于其他船型



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

图 4：各船型收入占比

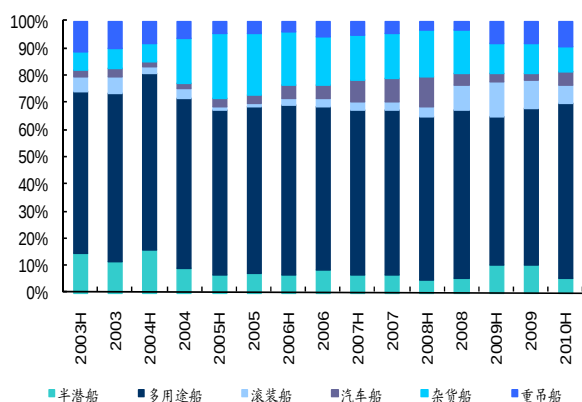
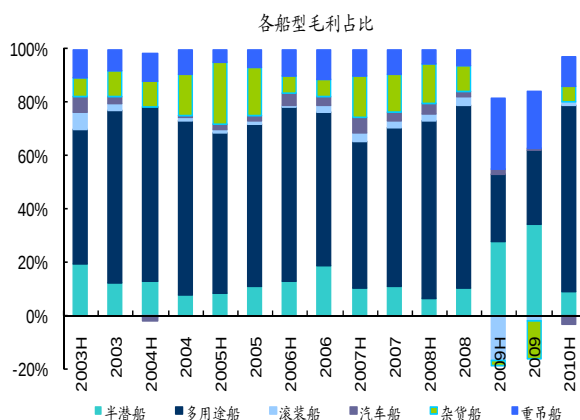


图 5：各船型毛利占比



资料来源：公司资料，广发证券发展研究中心

（三）主要利润来源于远东出口市场，回程货盈利仍不佳

中远航运主要利润来源于中国杂货出口市场、回程货的进口市场、以及由日韩出口和特种船（半潜船）的部分航线构成的第三国运输。

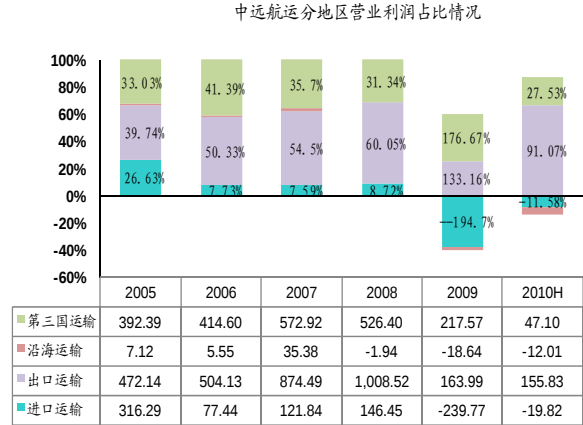
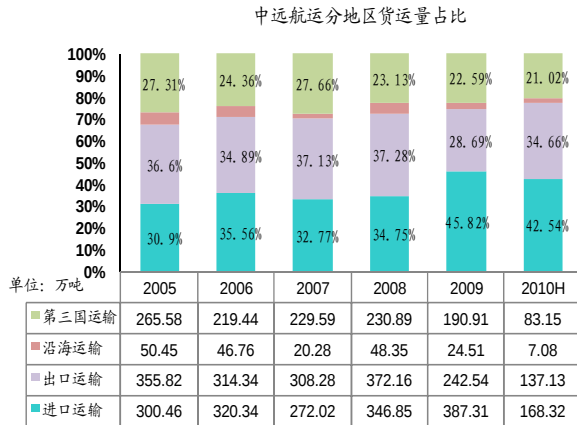
（1）远东出口市场承运的主要货种是机械设备（约占40%）、钢材（约占30%）和化工品（约占20%）；其中机械设备的装载体积较大，重量较小，价值较高，运价较高。

（2）进口市场主要运输干散货，包括铁矿石、金属矿石、石材、鱼粉等。由于中远航运的船型载重吨较小，不适于装运大宗干散货（与大型干散货船相比，竞争力较弱），因此公司进口运输市场对业绩贡献较不突

出。

图 6：去程与回程货运量分布较为均匀

图 7：船队进口运输业务贡献主要利润来源



资料来源：公司资料，广发证券发展研究中心

二、寒冬已过，公司迎来黄金发展期

在第一章我们提到，中远航运的核心盈利能力由两类船型决定：（1）运力较多，弹性较大、顺应航运周期的多用途船；（2）盈利较强、滞后航运周期的特种杂货船，例如半潜船、重吊船；此类船型是中远航运未来发展的主体。

本章，我们从公司内部和外部市场两个角度来分析中远航运的成长性：（1）从公司内部环境分析：公司反周期造船，通过改变船队结构，提升盈利能力；扩大物流覆盖面，提升回程货盈利状况。（2）外部市场环境：需求逐渐好转，供给压力平稳。

（一）反周期造船，改变船队结构，提升综合竞争力

从船龄来看，多用途船队平均船龄为19年，超过19年船龄的船舶运力占多用途船运力的50%以上；同样从事件杂货运输的老旧杂货船船龄全部在25年以上。老旧多用途船和杂货船面临着更新换代的需求。

表 4：中远航运船龄分析表（截止 2010 年 6 月 30 日）

船龄	多用途船		杂货船		滚装船		重吊船		汽车船		半潜船		总计		占比
	艘	载重吨	艘	载重吨	艘	载重吨	艘	载重吨	艘	载重吨	艘	载重吨	艘	载重吨	
30 年以上	5	7.04	1	1.63									6	8.67	7.39%
25-30	11	19.1	6	6.93	3	4.14							20	30.17	25.71%
19-25	12	19.49							2	2.1			14	21.59	18.40%
0-11	17	40.42					6	12.38			2	4.12	25	56.92	48.50%

合计 45 86.05 7 8.56 3 4.14 6 12.38 2 2.1 2 4.12 65 117.35 100.00%

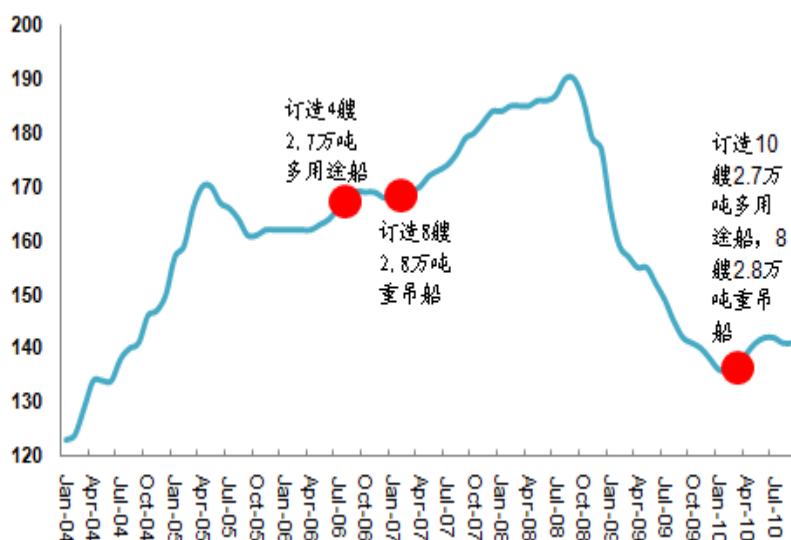
资料来源：公司资料，广发证券发展研究中心

(1) 在手订单——未来重吊船和新型多用途船运力大幅增加

表 5：中远航运在手订单

2.7 万吨级多用途船	船名	麒麟松（已交）	卧龙松				
	交付时期	Aug-10	Nov-10				
2.8 万吨级重吊船	船名	大玉霞	大翠云	大青霞	大彤云	大虹霞	大彩云
	交付日期	Nov-10	Jan-11	Apr-11	Jul-11	Nov-11	Jan-12
5 万吨级半潜船	船名	祥云口	祥安口				
	交付时期	Dec-10	Mar-11				
2010 年新订造	交付年份	2012	2013	2014	2015		
	2.7 万吨多用途船	3	3	3	1		
	2.8 万吨重吊船	3	3	2			

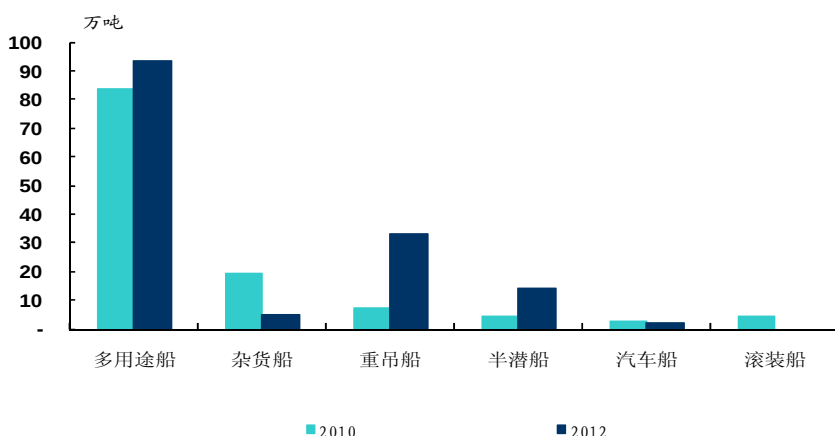
图 8：中远航运造船时点均选在周期低点



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

至 2012 年，多用途船有效运力将增加 11.4%，半潜船和重吊船的有效运力分别增加 2.42 倍和 3.57 倍。

图 9：多用途船、重吊船和半潜船运力大幅增加



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

(2) 新式多用途船盈利能力较强，将提高公司整体期租水平

根据“凤凰松”轮的数据，我们可以看到新式多用途船的期租水平大约是多用途船平均期租水平的两倍，主要原因是新船的船况较好，新船与老船同货不同价。

目前新船订单约 30 万吨，而 20 年船龄以上多用途船运力约为 45 万吨，我们预计随着多用途船新旧运力的更换，不考虑行业景气度的复苏，多用途船整体期租水平存在 50%以上的上涨空间。

表 6：多用途新船盈利能力大幅增强

船型	报告期	期租水平
多用途船	2010H1	10718.94
其中：凤凰松（2009.4 交付）	2010Q1	16467.67
	2010Q2	24878.24
	2010H1	21037.26

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

(3) 加强物流网络建设，改善回程货

货量不均衡一直是远洋运输业的一个常态，中远航运同样面临着此类问题：回程货竞争力不足，难以做到盈利。

公司由中远集团直接控股后，将全面利用中远集团的物流网络，补充回程货源，争取做到回程货实现盈亏平衡，并实现盈利。

从船型上解决。重吊船也是多用途船，也可以装集装箱，也可以装散货。多造多用途船，从船型上解决货量不平衡。回程货装运金属矿石、设备、集装箱、粮食。

加大网络建设、加大揽货力度。

过去是加大船舶周转从欧洲直接回远东，现在改变策略从欧洲——印度/波斯湾——远东；通过多次利用增加船舶的周转率

调整货源结构。增大高价值的金属矿揽货力度，与大宗干散货船构成一定的差异化。

（二）外因：需求逐步改善，供给压力不大

需求——逐步回暖，迈入上升周期

中远航运的特种杂货船运输需求主要来源于两个方面：（1）相对不发达国家由于经济建设而产生的基建材料运输需求，包括设备、钢材、化工品等；（2）全球能源投资所带来的大型能源设备运输需求，包括原油开采相关的浮动式储油平台（FPSO）、钻井平台（张力式、半潜式等）、采油辅助船舶；与海洋风力发电相关的大型电机；与核电建设相关的重大设备。

（1）建设需求——驱动因素：相对不发达经济体的经济建设

2010年上半年随着各国经济逐渐复苏中国化工产品、钢材以及工程机械设备出口量分别同比增长36%、152.34%和26.44%。

图 10：中国化工产品出口额大幅反弹

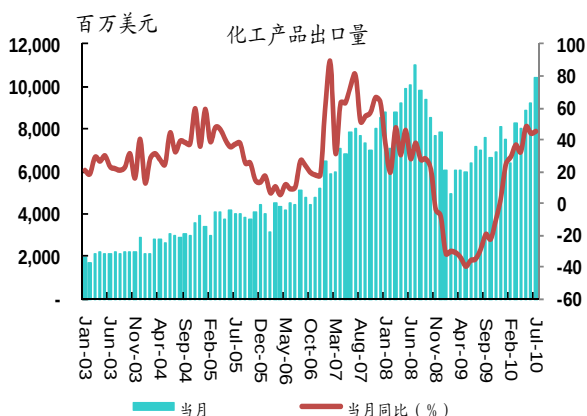
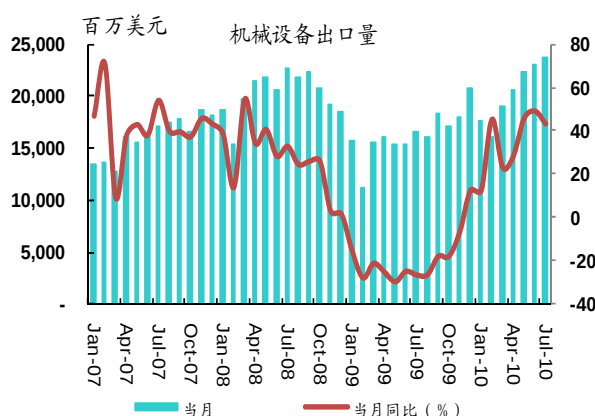
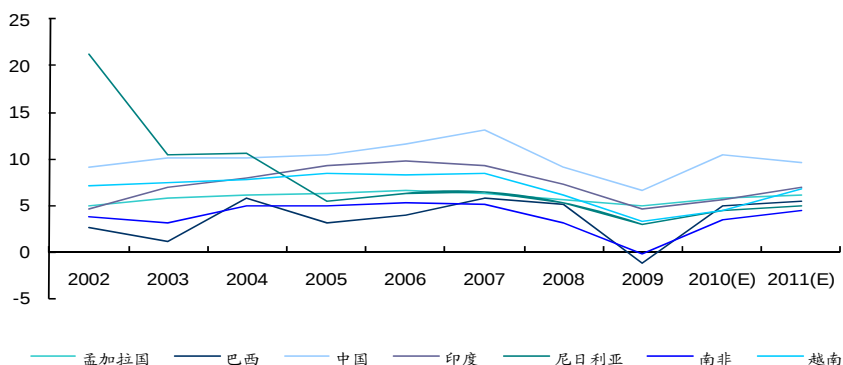


图 11：中国机械设备出口额大幅反弹



资料来源：CEIC，广发证券发展研究中心

图 12：相对不发达国家的经济恢复速度加快



数据来源：IMF、广发证券发展研究中心

我国对外承包工程——制造业走出去带来建设设备出口需求

中国对外承包工程完成营业额从2003-2009年6年间复合增长率为28.24%，对外工程承包带动的中国机械设备出口复合增长率达65.96%。

图 13：中国对外承包工程完成额

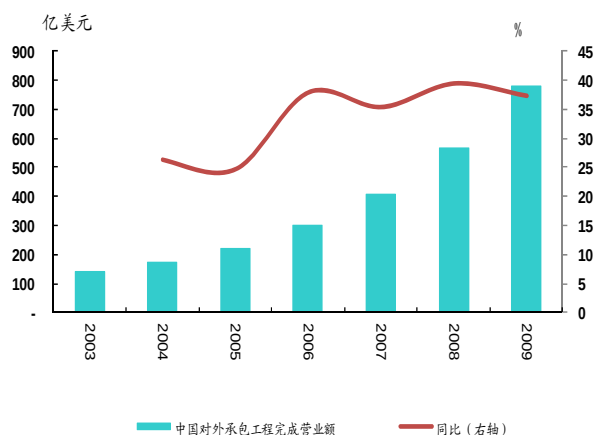
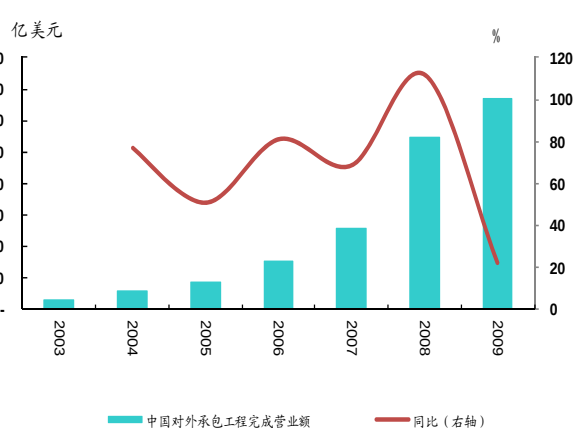


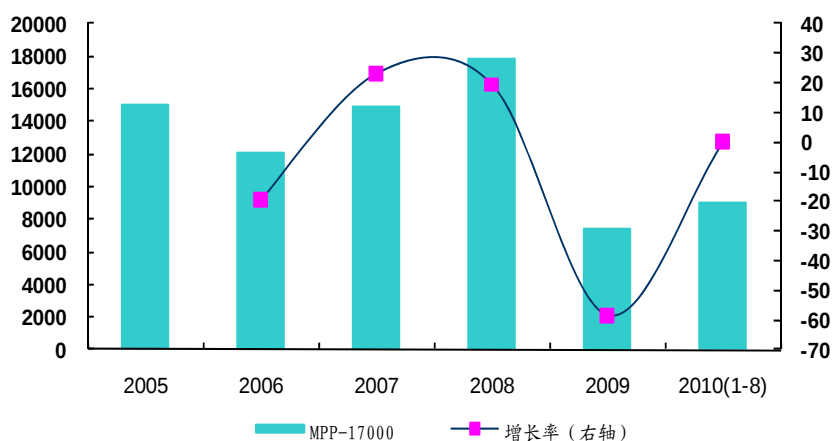
图 14：中国对外承包工程带动货物出口额



资料来源：商务部，广发证券发展研究中心

需求回暖带动行业期租水平大幅回升

图 15：多用途船期租水平同比上涨 22.53%



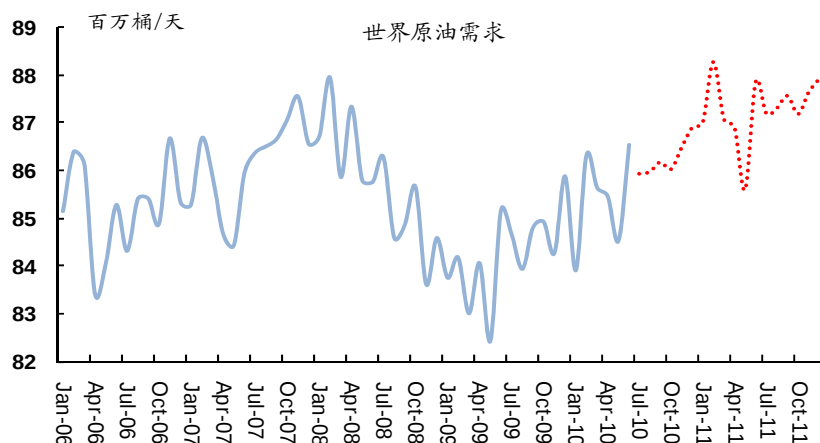
数据来源：IMF、广发证券发展研究中心

(2) 能源投资需求——驱动因素：油价上涨，能源需求紧张

■ 原油相关需求——半潜船

(1) 对于原油消费的理解。世界原油消费随着经济的提升，总体趋势是不断上升的。随着陆地原油储量的逐渐减少，深海开采原油是一个必然的选择，所需要考虑的只是成本问题（根据Douglas-Westwood's的研究，当油价平均超过70美元时，深海开采原油是有利的）。

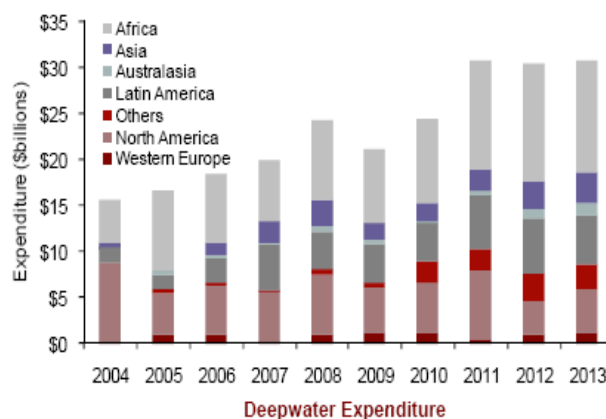
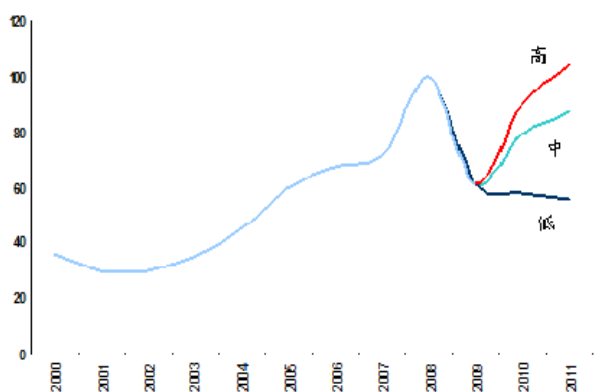
图 16: 世界原油需求稳步回升



数据来源: IEA、广发证券发展研究中心

图 17: 2010 年油价正常在 80 美元/桶

图 18: 深海原油开采资本支出逐渐回升



资料来源: EIA, Douglas-Westwood's, 广发证券发展研究中心

(2) 对于墨西哥湾漏油事件的考虑。我们认为短期内可能会对需求造成不利影响，但从长期来看是一个利好。理由是：短期，该事件可能会导致近海原油开采工程的停工；长期，该事件会推动人们向深海开采原油（毕竟陆地原油是不够的），并且会对钻井平台的安装技术有更高的要求。

海上石油开采带来的需求主要有三个：（1）新建成钻井平台的移动；（2）油田之间的移动；（3）油田内的移动。

主要的钻井平台有两种：自升式和半潜式。

由于经济危机，石油开采投资额减少，导致平台在油田间的移动距离减少导致船舶运距减少，从而导致运力过剩。在2009，包括新交付在内，有11%的钻井平台发生了移动，其中有24艘新交付。

半潜式钻井平台，大多在东南亚生产，运往巴西附近的深水海域。半潜式钻井平台按日付租金的，因此工程完成后需要进口移至另一个油田。每年移动率约25%-30%，2010和2011年会稍有减少。截止2009年底有180个半潜式平台（其中有15个新的平台），预计2010年有20个新造的半潜式钻井平台进入市场。

自升式钻井平台，主要运输需求为新建成平台的移动，油田之间移动需求较少。根据ODS预计，2010-2012年间新交付自升式钻井平台约60台，现存的平台在油田之间移动比例大约为7%-7.5%，2010年略有减少约在6%左右，现存的平台有450台

表 7: 半潜船运营商

船公司	船舶艘数	载重吨	运力占比	船龄
Dockwise	16	69.94	69.95%	21.6
OHT	4	17.16	17.16%	25.5
中远航运	2	4.12	4.12%	7.5
Fairstar	2	4.38	4.38%	9
Megaline	1	4.38	4.38%	2

资料来源：Dockwise年报，公司资料，广发证券发展研究中心

表 8: 半潜船海上钻进平台运输需求测算

	2009	2010E	2011E	2012E	备注
自升式钻井平台的位移需求	7%	5.50%	6%	7%	主要从一个油田移到另一个油田
半潜式钻井平台的位移需求	25%	22.50%	23%	23%	
自升式钻井平台数量	568	589	606	616	从船厂移到开采地（通常是从亚洲-北欧、中东、北美等地）
半潜式钻井平台数量	180	212	244	262	
新交付自升式平台数量	24	21	17	10	
新交付半潜式平台数量	15	32	32	18	
总移动需求（E）	124	133	141	131	
半潜船艘数（E）	24	42	47	52	

资料来源：ODS-Petro，广发证券发展研究中心

我们研究了中远航运利润额以及股价与油价之间的相关关系，发现他们之间相关性系数分别达 0.73 和 0.77 的高值，这说明中远航运的行业属性与能源需求是密切相关的。我们认为如果看好未来全球的能源需求，那么中远航运的需求是广阔的。

图 19：中远航运营业利润与油价走势图

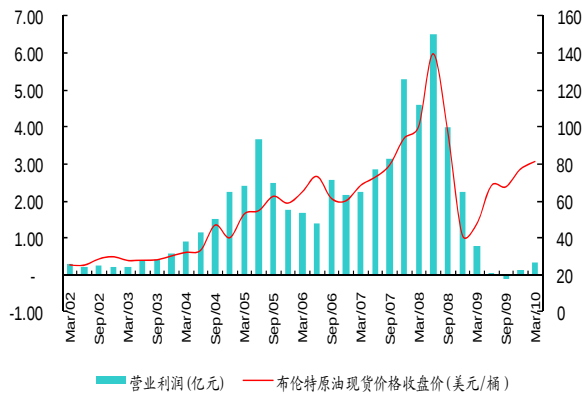
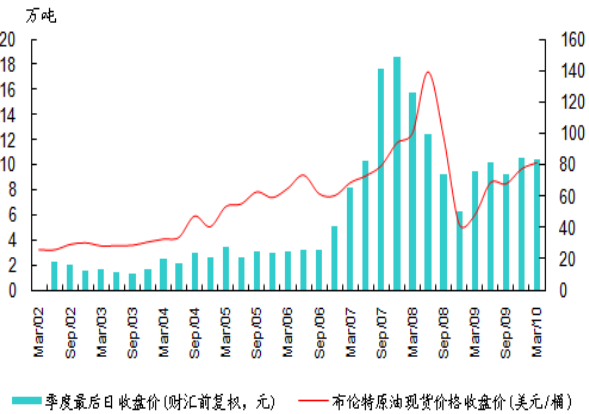


图 20：中远航运股价与油价走势图



资料来源：EIA, Douglas-Westwood's, 广发证券发展研究中心

■ 水电、核电等能源需求——重吊船、半潜船

在全球关注气候、节能环保的大背景下，未来核电设备、风电设备建设保持比较高的速度。

全球正在运行的核反应堆 439 座、建造中的核反应堆 57 座、已计划尚未开始建造 151 座。项目货市场庞大。据 IEA 预测，未来中国和印度的核电发电能力将大幅提高，核电设备需求量将会大增，重吊船的需求务须担心；亚洲目前仅川崎汽船有一艘重吊船，短期内供给不会膨胀。

图 21：中日韩核电发电量均存在巨大增长的空间

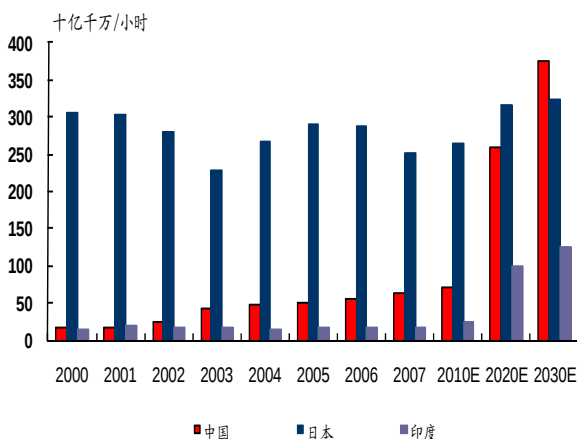
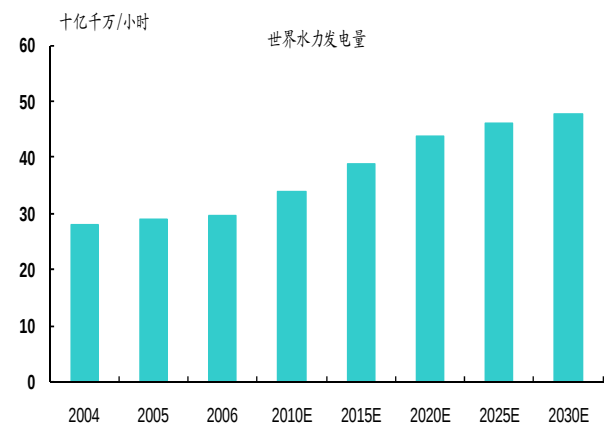


图 22：世界水力发电量未来增速



资料来源：EIA, 广发证券发展研究中心

多用途船（包括重吊船）供给压力不大

全球多用途船订单只占现有运力的 27%，但船龄偏老，未来运力供给压力远远小于其它船型；甚至运力负增长。一旦需求起来，这个市场运价

水平会比其它市场稳定得多。

图 23: 多用途船运力增速放缓

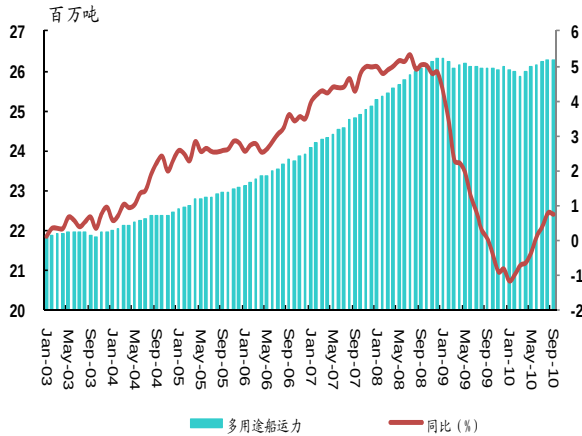
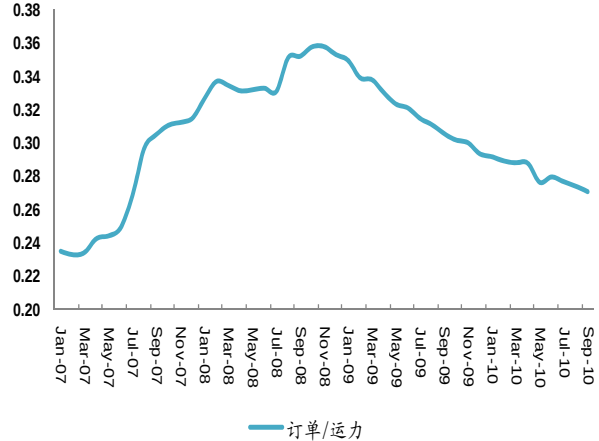
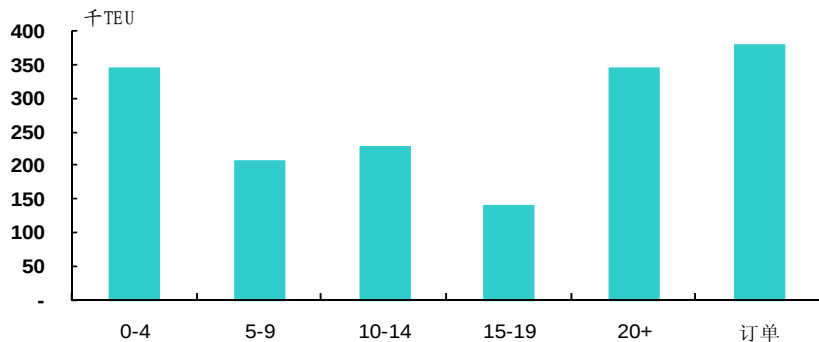


图 24: 多用途船订单/运力持续下降



资料来源: EIA, 广发证券发展研究中心

图 25: 多用途船运力船龄偏老 (订单量截止 2010 年 9 月初)



数据来源: Clarkson、广发证券发展研究中心

特种船供给逐渐增多，行业主要动力仍在于需求

由于特种船（如重吊船、半潜船）在海运行业低谷中所获得的较高盈利水平，吸引了很多企业进入这个市场，截止 2010 年 6 月，我们统计到的重吊船（21 艘订单，164 万载重吨）和半潜船（韩国 Megline 拥有 4 条订单），预计在未来 2-3 年内这批新的运力将相继投入市场。

我们认为由于竞争者的加入，半潜船与重吊船的高毛利时代可能结束。同时，我们考虑到特种船所承运的货物均是高附加值的货物，货主会选择更具有品牌影响力的公司承运。

中远航运经营半潜船从未出过事故，而且屡次刷新半潜安装钻井平台的时间记录；而 Dockwise、OHL 均发生过事故；

虽然行业毛利率下降，但我们认为中远航运的市场份额不但不会下降，反而会增加。

（三）股价的催化因素

（1）行业因素——行业景气度回升，带动公司股价上涨

表 9：中远航运调整后股价与 BDI 相关系数表

股价领先时间	0 天	5 天	10 天	15 天	20 天	25 天	30 天
相关系数	0.719	0.715	0.709	0.702	0.695	0.691	0.686
		-5 天	-10 天	-15 天	-20 天	-25 天	-1 个月
		0.721	0.722	0.720	0.717	0.714	0.711

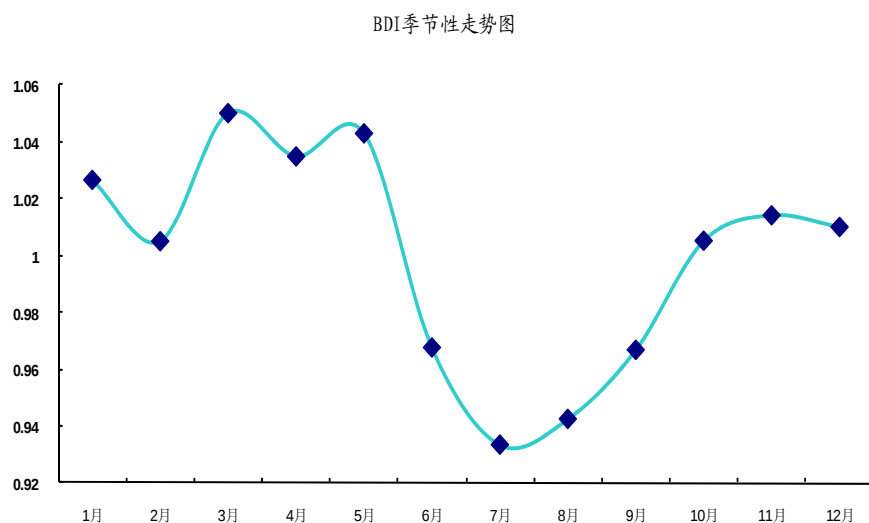
资料来源：WIND，长江证券研究部，

我们用剔除掉大盘因素的中远航运收盘价与 BDI 进行了相关性分析，意图寻找行业因素对股价的影响是提前还是滞后；从历史数据（中远航运上市之日起至报告日）的检验结果来看，股价滞后于 BDI 约 5-10 天。这说明行业的景气度对公司的股价构成了一定的影响。

四季度是行业的一个传统旺季，今年冬季寒冷的因素可能会加大北半球对煤炭运输的需求，传统旺季可能会更旺，BDI 的上涨也许会给公司的股价带来一定的催化剂。

但随着公司运力结构的转变，公司将逐渐脱离行业因素的影响，业绩受波动影响的程度也会越来越小。

图 26：BDI 在 10 月份反弹幅度最大



数据来源：Clarkson、广发证券发展研究中心

(2) 特种船市场出现趋势性好转——正当时

前文我们已经分析到，中远航运的需求主要取决于基建和能源开采资本支出，从 IMF 以及 EIA 的预测可以看出，世界 GDP 以及能源需求均恢复增长，我们认为在经济复苏的过程中，基建投资需求以及能源投资需求是一个趋势性上涨过程。

图 27：世界 GDP 增长率恢复危机前水平

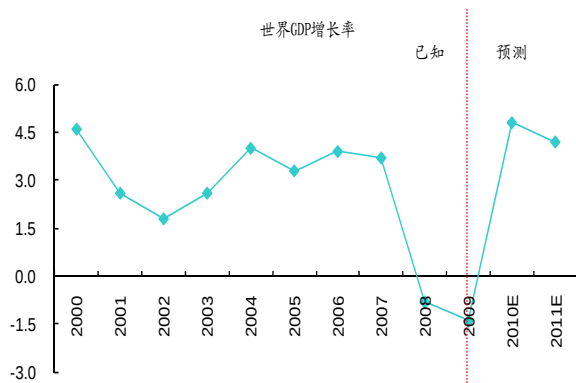
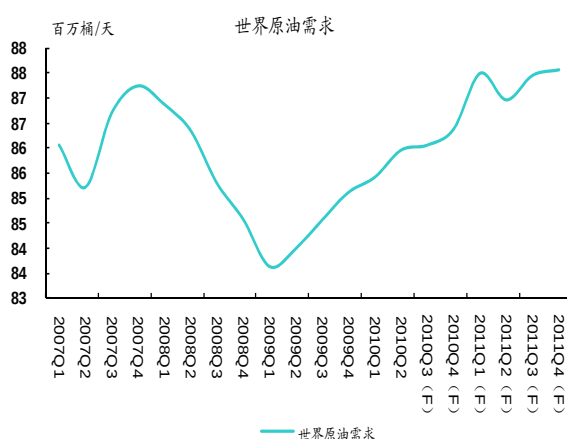


图 28：世界原油需求稳步上升



资料来源：EIA，广发证券发展研究中心

(3) 广元公司部分特种船资产注入上市公司

广远集团木材、沥青船盈利还可，比如沥青船一年有几千万元利润，是亚洲最大、全球第二的沥青船队。而且进入之后跟公司业务有协同和互补效应：公司出口盈利，但进口不盈利，而广远集团进口盈利，出口不盈利。

三、盈利预测及估值

表 10：中远航运收入预测

		2009A	2010E	增长率	2011E	2012E
有效运力 (万吨)	多用途船	83.86	87.24	4.0%	84.44	88.49
	杂货船	19.35	13.95	-27.9%	13.95	11.60
	重吊船	7.25	9.82	35.4%	15.65	21.95
	半潜船	4.12	4.54	10.2%	8.29	8.29
	汽车船	2.66	2.31	-13.2%	2.31	2.31
	滚装船	4.14	2.76	-33.3%	1.38	1.38
	合计	121.38	120.61	-0.6%	126.01	134.01
货运量	多用途船	547.14	597.61	9.2%	607.35	668.31

(万吨)	杂货船	222.51	96.25	-56.7%	101.06	88.24
	重吊船	24.17	49.10	103.1%	93.93	151.50
	半潜船	8.79	5.81	-33.9%	15.91	17.50
	汽车船	6.12	6.37	4.2%	6.69	7.03
	滚装船	38.34	28.11	-26.7%	14.76	15.50
	合计	847.06	783.26	-7.5%	839.71	948.08
运价 (元/吨)	多用途船	386.96	445.01	15.0%	511.76	537.34
	杂货船	180.24	207.28	15.0%	217.64	228.52
	重吊船	1,267.49	823.87	-35.0%	906.25	951.57
	半潜船	4,305.53	4520.80	5.0%	4972.88	5221.53
	汽车船	1,461.37	1534.44	5.0%	1611.16	1691.72
	滚装船	1,037.33	622.40	-40.0%	622.40	622.40
主营业务 收入 (百万元)	合计	435.64	435.64	0.0%	435.64	435.64
	多用途船	2,117.21	2,659.41	25.6%	3,108.17	3,591.13
	杂货船	401.05	199.50	-50.3%	219.95	201.64
	重吊船	306.40	404.50	32.0%	851.23	1,441.62
	半潜船	378.46	262.54	-30.6%	791.27	913.91
	汽车船	89.40	97.82	9.4%	107.85	118.90
	滚装船	397.67	174.98	-56.0%	91.86	96.46
	合计	3,690.18	3,798.75	2.9%	5,170.32	6,363.66

资料来源：公司资料，广发证券发展研究中心

我们认为不管是与经济周期同步的多用途船还是滞后于周期的半潜船、重吊船都已经度过寒冬，未来公司将步入稳定的成长阶段。考虑到

(1) 特种杂货船租金水平逐步回升，比如半潜船和重吊船，将给公司盈利水平提供稳定器；

(2) 多用途船运价不断回升，给公司业绩贡献更多的弹性；

(3) 公司新船逐步交付，盈利能力不断加强；

(4) 公司可能会收购广州远洋公司的部分特种船；

我们给予公司“推荐”，预计2010-2012年EPS分别为0.26、0.56、1.02元。

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	2293.27	2335.16	2128.38	3183.29	
应收账款	78.39	94.72	118.75	151.16	
预付款项	125.41	135.74	154.19	170.40	
应收利息	16.95	16.95	16.95	16.95	
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他应收款	31.66	37.51	47.11	58.61	
存货	125.48	148.64	153.92	179.70	
流动资产合计	2671.16	2768.72	2619.31	3760.10	
长期股权投资	41.20	41.20	41.20	41.20	
固定资产	2654.35	5034.71	7135.40	7499.21	
在建工程	1944.25	1417.66	400.58	428.17	
无形资产	2.90	3.25	3.65	3.71	
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	
递延所得税资产	14.36	14.36	14.36	14.36	
非流动资产合计	4657.07	6511.18	7595.19	7986.65	
资产总计	7328.23	9279.90	10214.49	11746.75	
短期借款	498.46	548.30	603.13	663.45	
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付账款	523.70	575.52	657.61	724.58	
预收款项	72.56	81.78	105.89	125.94	
应付职工薪酬	216.79	231.90	264.98	291.97	
应交税费	5.52	5.76	7.23	8.99	
应付利息	8.31	8.31	8.31	8.31	
应付股利	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他应付款	24.48	38.67	33.93	34.97	
流动负债合计	1444.71	1572.28	1773.30	1953.89	
长期借款	509.31	1259.31	1259.31	1259.31	
应付债券	827.17	1577.17	1577.17	1577.17	
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	
递延所得税负债	276.52	276.52	276.52	276.52	
非流动负债合计	1613.01	3113.01	3113.01	3113.01	
负债合计	3057.71	4685.29	4886.31	5066.90	
股本	1310.42	1310.42	1310.42	1310.42	
资本公积	832.60	832.60	832.60	832.60	
盈余公积	743.09	794.14	903.62	1104.34	
未分配利润	1443.94	1733.20	2353.62	3491.05	
少数股东权益	37.14	20.93	24.60	38.12	
负债股东权益总计	7328.23	9279.90	10214.49	11746.75	
每股净资产(元)	3.23	3.49	4.05	5.07	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	3901.59	4070.71	5112.72	6360.62	
营业成本	3515.20	3760.24	4296.58	4734.12	
营业税金及附加	57.27	59.75	75.04	93.36	
销售费用	52.13	22.03	27.67	34.42	
管理费用	219.58	162.19	203.70	253.42	
财务费用	-24.86	8.98	15.40	16.00	
资产减值损失	5.66	5.66	5.66	5.66	
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资收益	5.49	63.65	69.37	75.62	
营业利润	82.11	115.50	558.03	1299.25	
营业外收入	53.08	226.18	215.33	125.73	
营业外支出	7.38	7.38	7.38	7.38	
利润总额	127.73	341.68	773.36	1424.98	
所得税费用	6.57	17.58	39.79	73.31	
净利润	121.16	324.10	733.57	1351.66	
归属于母公司净利润	135.50	340.31	729.91	1338.15	
少数股东损益	-14.34	-16.21	3.67	13.52	
EPS(元)	0.10	0.26	0.56	1.02	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	161.65	293.59	921.54	1662.58	
投资活动现金流量	-760.26	-1788.43	-1163.55	-648.15	
筹资活动现金流量	195.82	1536.73	35.23	40.48	
现金及现金等价物净增加额	-402.79	41.89	-206.78	1054.91	
期末现金余额	2301.67	2335.16	2128.38	3183.29	
每股经营活动现金流(元)	0.12	0.22	0.70	1.27	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	-43.46%	4.33%	25.60%	24.41%	
营业利润增长率	-95.27%	40.67%	383.16%	132.83%	
毛利率	9.90%	7.63%	15.96%	25.57%	
营业利润率	2.10%	2.84%	10.91%	20.43%	
净利率	3.47%	8.36%	14.28%	21.04%	
净资产收益率	3.20%	7.44%	13.76%	20.15%	
总资产收益率	1.85%	3.67%	7.15%	11.39%	
流动比率	184.89%	176.10%	147.71%	192.44%	
资产负债率	41.73%	50.49%	47.84%	43.13%	
所得税税率	5.14%	5.14%	5.14%	5.14%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。