

中远航运 (600428.sh)

越过行业低谷，趋势向上——特种船队 2011 年很给力

杨志清 交通运输业 分析师

电话: 021-68828417

eMail: yzq3@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260210030005

盈利预测与估值评级

我们预计中远航运 2010-2012 年可以实现业绩（摊薄前）0.24、0.35、0.57 元，对应的 PE 分别为 35x/24x/14.5x，对应 2011 年 PEG 为 0.25。

考虑到公司较高的成长性，我们给予公司买入评级，按照 2011 年业绩给予 30 倍 PE，目标价 10.5。

关键假设

- 1、公司 2011 年如期交付 2 艘多用途船、3 艘重吊船、2 艘半潜船。
- 2、中国制造业走出去步伐加快，带动重大件货物出口量增加。
- 3、随着国际油价的提高，2011 年全球能源投资大幅度恢复带动重大件设备的运输需求回暖。
- 4、公司 2011-2012 年多用途船、重吊船和半潜船的期租水平正逐步回升。
- 5、不考虑重大不确定因素影响船队运营，即公司营运率保持最近三年的平均水平。

有别于大众的认识

（1）公司拥有能够把握市场（行业低谷造船，大力发展重吊船/半潜船）的优秀管理团队。

（2）拥有能够给客户提供一个揽子运输方案的特种杂货运输船队。业务方向契合中国制造业升级以及中国制造业“走出去”的大方向。

（4）公司目前已经渡过了行业低谷，未来盈利能力进入上升期，随着新造运力的交付，公司利润增长速度将不断加快。

风险提示

全球经济复苏缓慢，全球固定资产投资速度减缓；2011 年全球能源投资未有明显恢复。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6,901.06	3,901.59	3782.68	4303.75	5117.27
增长率(%)	29.59%	-43.46%	-3.05%	13.77%	18.90%
EBITDA(百万元)	1,845.45	247.15	443.87	865.66	1365.41
净利润(百万元)	1,448.22	135.50	308.51	601.69	977.24
增长率(%)	34.86%	-90.64%	127.68	95.03%	62.42%
每股收益(元)	1.105	0.103	0.24	0.35	0.57
市盈率	5.79	102.03	35.43	23.61	14.54
市净率	1.92	3.27	2.36	1.92	1.69
EV/EBITDA	3.86	54.58	26.73	15.12	9.54

数据来源: 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

买入

当前价格(元)	8.87
目标价格(元)	10.5
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	14.90%	17.02%	-13.55%
沪深 300	-1.00%	10.69%	-7.65%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

1,310.42/1,310.42

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%

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

低谷已过，趋势向上	3
需求逐步复苏	3
供给/竞争力度偏缓.....	5
拐点出现，公司业绩将加速提升	8

图表索引

图 1: 中国机械设备出口额底部回升	3
图 2: 中国钢材出口量大幅提升	3
图 3: 中国对外承包工程完工量持续增长.....	4
图 4: 中国对外承包工程带动货物出口值.....	4
图 5: 深海原油开采投资减少对油价的反应.....	4
图 6: 深海原油开采投资增加额对油价的反应.....	4
图 7: 2011 年油价正常在 90 美元/桶	5
图 8: 深海原油开采资本支出 2011 年大幅回升	5
图 9: 多用途船运力订单仅为替换型需求（订单量截止 2010 年 12 月初）	5
图 10: 多用途船运力将出现负增长.....	6
图 11: 多用途船订单/运力持续下降	6
图 12: 重吊船未来运力增幅逐渐下降.....	6
图 13: 两个寒冬均已过去.....	8
图 14: 多用途船期租水平已经出现拐点.....	8
表 1: 中远航运主营业务（2010 年中期数据）	3
表 2: 全球重吊船主要公司的现有运力及订单（截止 2010 年 12 月 24 日）	7
表 3: 全球主要重吊船公司现有运力特征对比.....	7
表 4: 全球半潜船市场.....	8
表 5: 中远航运各船型期租水平预测.....	9

低谷已过，趋势向上

需求逐步复苏

中远航运主要经营特种散杂货的远洋运输业务，运输货种主要包括机械设备、钢材、重大件能源设备等。

根据中远航运2010年中期的财务数据，从总量来看，多用途船是公司收入和毛利的主要构成部分；从盈利能力看，重吊船和半潜船的毛利率最高，是盈利较强的两种船型。

表 1：中远航运主营业务（2010 年中期数据）

分类	主要船型	主要承运货种	收入占比	毛利占比	毛利率
普通杂货船	杂货船	装运件杂货，包括桶装、木箱装、捆装货物	9.20%	5.60%	10.35%
特种杂货船	多用途船	机械设备、钢材、一般件杂货、集装箱等	64.78%	73.93%	19.41%
	重吊船	大型机械设备、大型项目货载	9.35%	11.97%	21.78%
	半潜船	游艇、钻井平台、集装箱桥吊	4.93%	10%	34.54%
	汽车船	汽车整车、卡车、货车	5.14%	-3.03%	-10.04%
	滚装船	专门承运汽车或与汽车相关的货物	6.61%	1.53%	3.93%

资料来源：公司资料，广发证券发展研究中心

（1）多用途承运货种的运输需求长期呈向上趋势

2010年上半年随着各国经济逐渐复苏中国机械设备、钢材出口量分别同比增长36%、152.34%和26.44%。

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33.32%、对外承包工程货物出口值复合增长率达65.96%。

我们认为由于中国对外工程承包所带动的中国机械设备出口量将继续呈增长趋势。

图 1：中国机械设备出口额底部回升

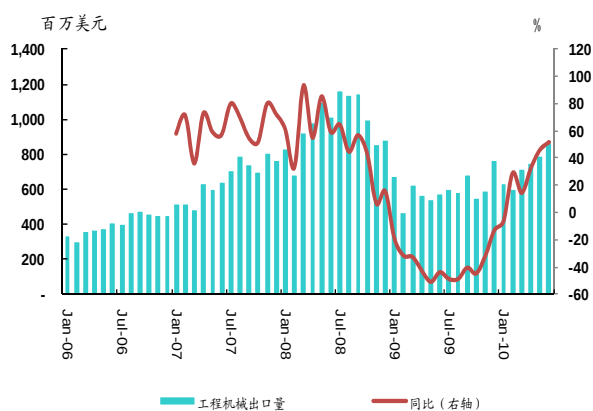
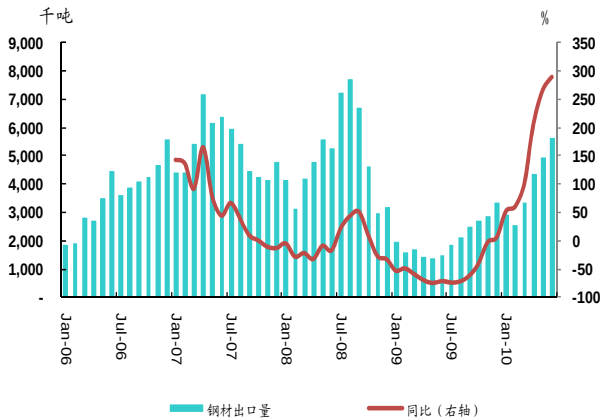


图 2：中国钢材出口量大幅提升



资料来源：CEIC，广发证券发展研究中心

图 3：中国对外承包工程完工量持续增长

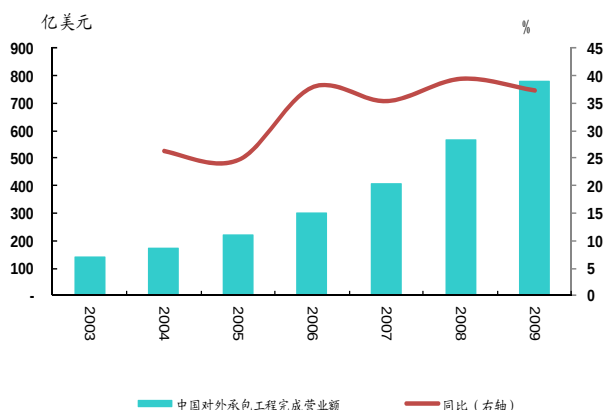
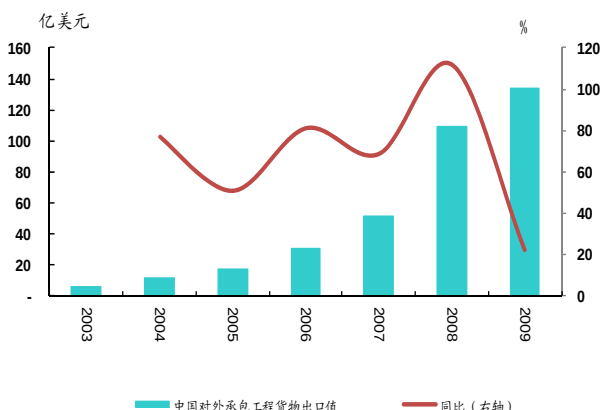


图 4：中国对外承包工程带动货物出口值



资料来源：CEIC，广发证券发展研究中心

（2）重大能源设备的运输需求长期呈向上趋势

根据Barclays的研究，当油价平均超过70美元时，深海开采原油是有利的。

IMF预测2011年世界经济仍将继续复苏，并且预计2011年全球GDP增长率为4.2%。我们认为随着全球经济的复苏，原油需求将不断上升。根据IEA和EIA的预测，2011年原油平均价格将继续上涨10%以上，平均价格至90美元/桶-100美元/桶。由此，我们有理由相信2010年停滞的深海原油开采支出在2011年将会有较大幅度的增长。

深海原油的开采将拉动对钻井平台、驳船、FPSO等的运输需求。这些需求将给半潜船和重吊船的收入注入增长剂。

图 5：深海原油开采投资减少对油价的反应

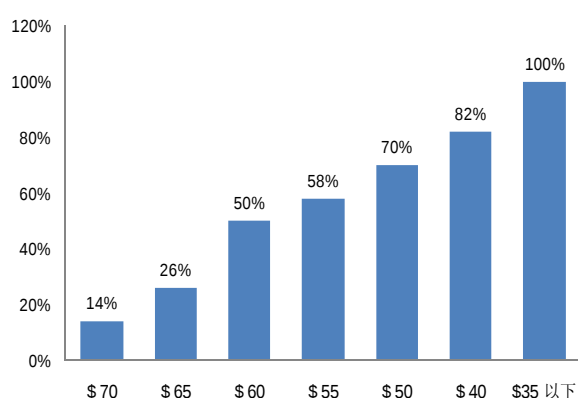
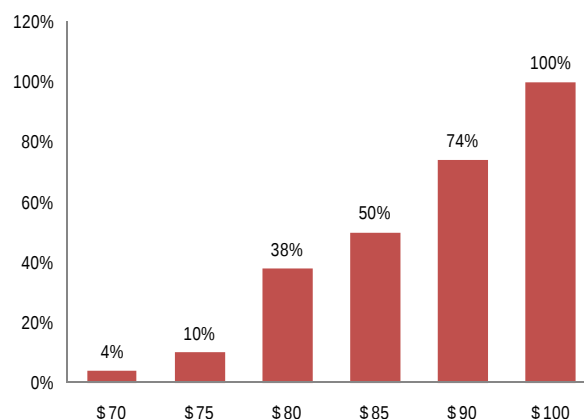


图 6：深海原油开采投资增加额对油价的反应



资料来源：Barclays Survey (2010.10)，广发证券发展研究中心

图 7：2011 年油价正常在 90 美元/桶

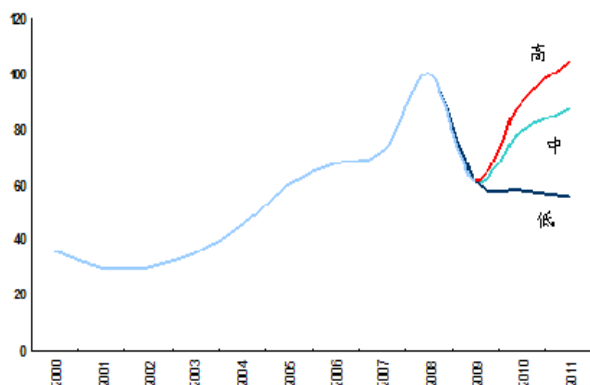
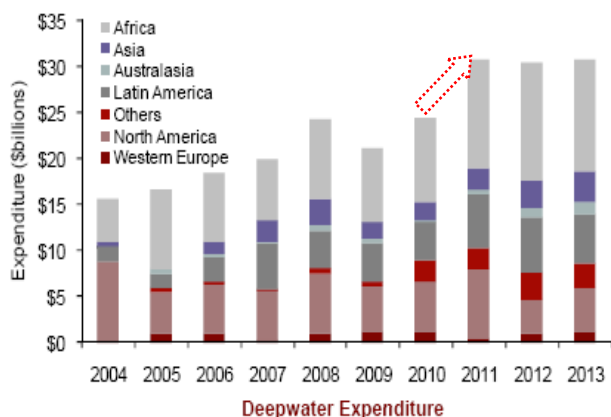


图 8：深海原油开采资本支出 2011 年大幅回升



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

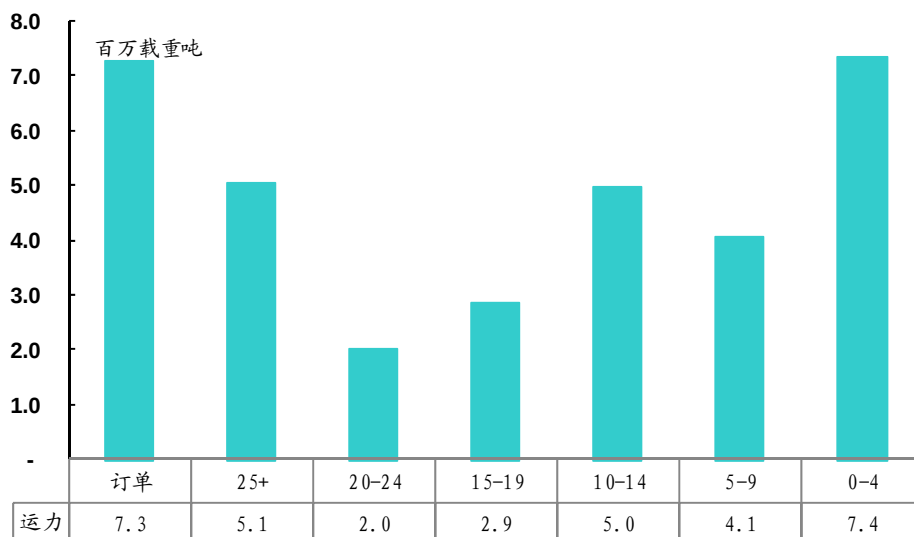
供给/竞争力度偏缓

(1) 多用途船供给压力较小，运力增幅下行

截止 2010 年 12 月初，全球多用途船订单占现有运力的 27.8%。考虑船龄，目前超过 20 年船龄的运力占现有运力的比约为 27%（其中 25 年以上多用途船占 19.3%），与现有订单量基本相等。

未来随着老旧运力的逐步退出，多用途船未来的运力增幅逐渐减小，按照我们的测算 2012 年将出现负增长。

图 9：多用途船运力订单仅为替换型需求（订单量截止 2010 年 12 月初）



数据来源：Clarkson、广发证券发展研究中心

图 10：多用途船运力将出现负增长

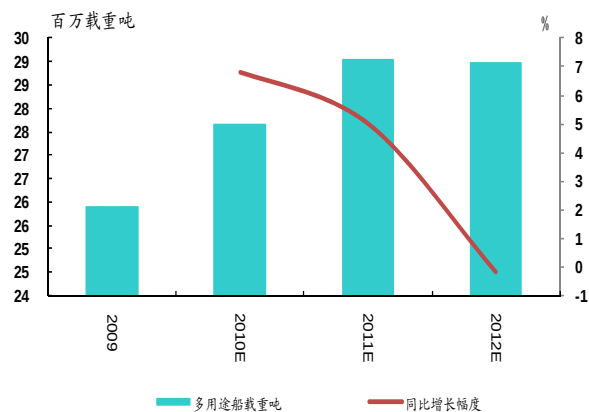
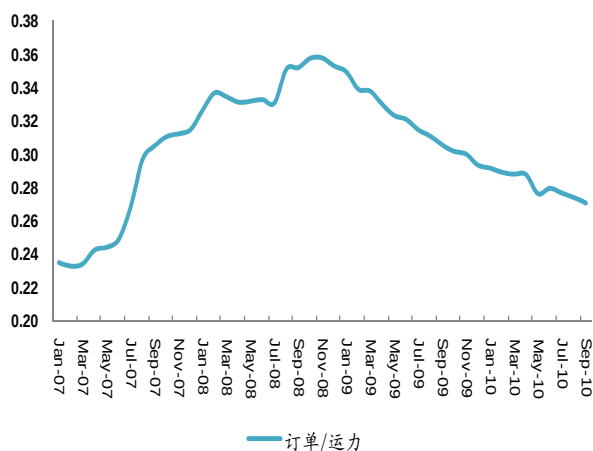


图 11：多用途船订单/运力持续下降



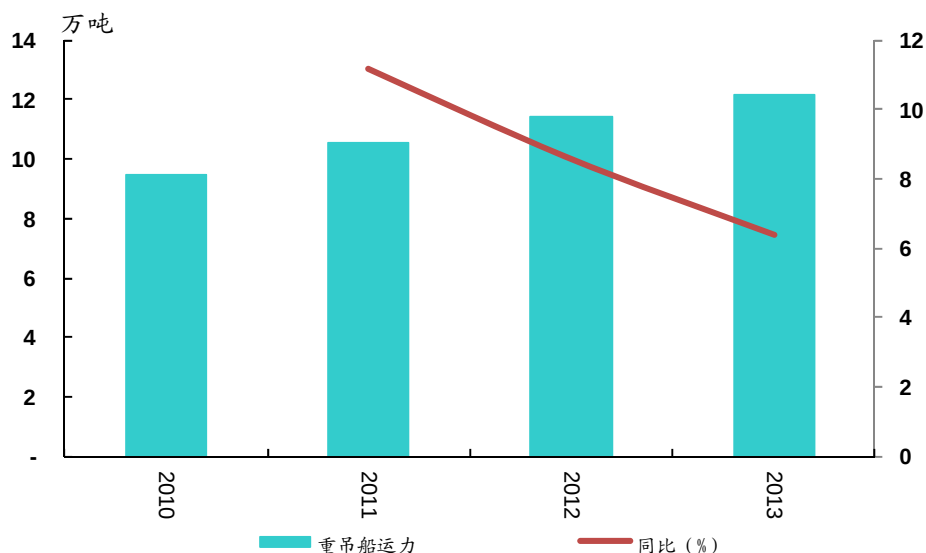
资料来源：EIA，广发证券发展研究中心

（2）重吊船运力扩张较快，短期运价存在一定的压力

重吊船是多用途船的一种，是自带吊杆的多用途船。根据克拉克森的统计数据，截止2010年12月初，全球共有重吊船约946万载重吨，占多用途船的比例为36%。（在此我们采取克拉克森的分类，克拉克森将“自吊50吨及以上”的多用途船都称为重吊船）。

重吊船现有运力订单为244万载重吨，占现有运力的比例为25.7%，较多用途船整体略低。我们预计2011-2012年重吊船运力增幅为11%，8.6%和6.4%。

图 12：重吊船未来运力增幅逐渐下降



数据来源：Clarkson，广发证券发展研究中心

中远航运的重吊船市场的规模在不断扩大，按照克拉克森的统计，世界重要的重吊船船东都在扩大自己的重吊船队伍，Rickmers以及Beluga的订单运力均超过现有运力的50%。2011年的重吊船市场面临着一定的压力。

中远航运目前拥有16.35万载重吨（根克拉克森的标准，安涛江和安武江也算作重吊船）的运力以及66.47万载重吨的订单运力，“运力+订单”的量仅次于德国的重吊船船东Beluga。

表 2：全球重吊船主要公司的现有运力及订单（截止 2010 年 12 月 24 日）

公司名称	现有运力（万载重吨）	订单（万载重吨）	2011 年交付	订单/运力
中远航运	16.35	66.47	20.22	406.5%
Beluga Shpg. GmbH.	72.12	37.92	25.08	52.6%
Schoeller Holdings	3.10	35.50	18.1	1145.2%
Rickmers Reederei	26.98	29.91	29.91	110.9%
W. Bockstiegel	24.16	12.00	6.0	49.7%
Dannebrog Rederi A/S	3.79	8.81	6.29	232.1%
Briese-Schiffahrts	7.00	8.64	5.97	123.5%
Jungerhans & Co.	14.54	2.86	2.86	19.7%
Hartman Seatrade	8.50	1.50		17.6%
Paul Heinrich	15.35	1.25	1.25	8.1%
Harren & Partner	8.04	1.0	1	0.4%

数据来源：Clarkson、广发证券发展研究中心

与欧洲传统重吊船公司相比，中远航运有几个比较重要的比较优势。

（1）中远航运船舶单船载重吨普遍在2万吨以上。新订造的2.8万载重吨的船舶交付后平均载重吨可达2.5万吨。

（2）中远航运的重吊船通常是以班轮的形式运营，且主要经营远东出发的航线。在该航线上，中远航运的市场占有率较高，亚洲区内可以与其竞争的对手较少。

（3）对于欧洲市场，中远航运依托于中远集团的物流网络，积极开发客户。随着新式重吊船交付使用，软件与硬件相结合，中远航运在欧洲市场的竞争力将逐步加强。

由于2011年新交付运力较多，我们判断2011年中远航运的重吊船期租水平较2010年会有较为温和的上涨，2012年将会有大幅上涨。

表 3：全球主要重吊船船公司现有运力特征对比

船公司	平均吨位	平均船龄
中远航运	2.0	9
Beluga Shpg. GmbH.	1.4	3.9
W. Bockstiegel	1.3	2.89
Rickmers Reederei	3.0	7
Paul Heinrich	1.0	8.33

数据来源：Clarkson、广发证券发展研究中心

（3）半潜船市场参与者逐渐增多，中远航运核心竞争力不受干扰

根据克拉克森对半潜船的订单统计数据来看，全球半潜船市场有新的进入者待进入。

即使有新的进入者进入，我们仍然认为中远航运在半潜船市场领域将逐渐成为全球领先者。

（1）半潜船所承运的货物多为钻井平台、大型水电电机等，价值较为昂贵，

货主对运价不太敏感，而对品牌较为敏感。中远航运成功运作半潜船已达 5 年之久，在行业内树立了较好的品牌，新进入者不可能在短时间内获得货主的信赖。

(2) 从船况来看，Dockwise 和 OHT 分别有 6 艘和 4 艘半潜船是由油轮改装而成，性能可能会打折扣。中远航运 5 万吨级半潜船新船交付后，船舶整体性能提高，并且同时拥有 5 万吨级和 1 万吨级两种半潜船（仅 Dockwise 同时拥有两个级别的船，但他们的船龄较老），可以适应不同货主的要求。

(3) 中远航运是综合类的特种杂货运输专家，背后拥有重吊船、多用途船等庞大队伍支持，可以为货主提供一揽子的运输方案。论综合实力，中远航运较强。

表 4：全球半潜船市场

船公司	船舶艘数	载重吨	船龄	订单		
				艘数	载重吨	单艘载重吨
Dockwise	16	69.94	21.6	0		
OHT	4	17.16	25.5	0		
中远航运	2	4.12	7.5	2	9.6	4.8
Fairstar	2	4.38	9	0		
Megaline	1	4.38	2	3	3	
Rolldock B.V.	0	0	0	7	5.8	0.8
Spliethoff	0	0	0	7	12.5	1.2

资料来源：EIA，广发证券发展研究中心

拐点出现，公司业绩将加速提升

(1) “两个寒冬”已过，公司业绩拐点出现

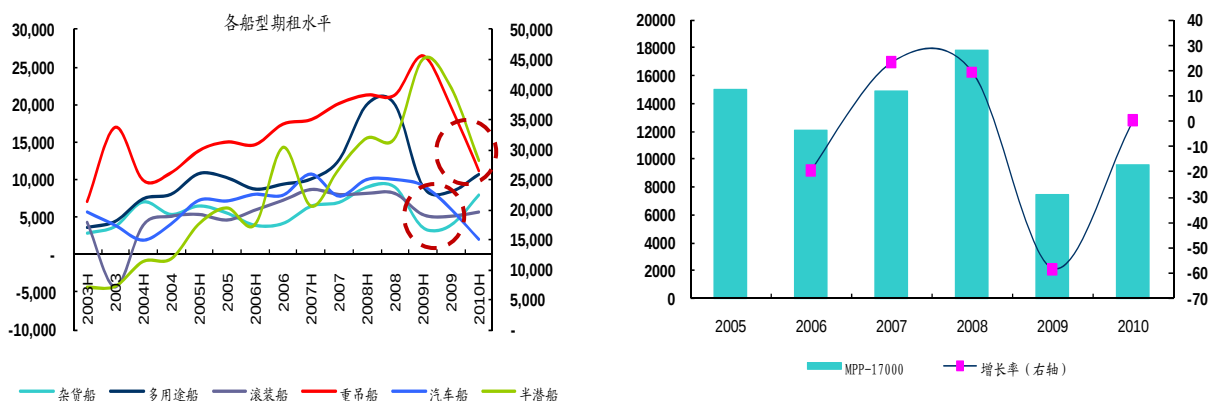
公司的多用途船业务跟经济周期基本同步（主要承运机械设备、钢材等），2009 年是其最低谷，毛利率大幅下降；

公司的半潜船以及重吊船业务略滞后于经济周期（在经济周期鼎峰，公司所签订的能源设备运输订单通常可以维持 1-2 年）；2010 年上半年是这两种船型的低谷，毛利率大幅下降。

自 2010 年三季度以来，公司“两个寒冬”均已度过。未来业绩将加速提升。

图 13：两个寒冬均已过去

图 14：多用途船期租水平已经出现拐点



资料来源：公司资料，Clarkson，广发证券发展研究中心

(2) 公司业绩将大幅提升

基于上述分析，我们对中远航运的业绩进行了测算，核心假设如下：

(1) 公司维持最近三年的营运率，并且如期交船。

(2) 公司各船型的期租水平预测如下表：

表 5：中远航运各船型期租水平预测

	2010E	2011E	2012E
多用途船	11777.2	13543.7	15575.3
增长率	40%	15%	15%
半潜船	28335.73	31169.31	37403.17
增长率	-30%	10%	20%
重吊船	11,809.39	16,533.14	19,839.77
增长率	-40%	20%	40%
汽车船	1518.49	2125.88	2551.05
增长率	-75%	40%	20%
滚装船	3066.06	3679.27	4415.13
增长率	-40%	20%	20%
杂货船	8710.61	8275.07	9102.58
增长率	125%	-5%	10%

资料来源：广发证券发展研究中心

按照我们的假设，我们测算出 2010-2012 年（摊薄后）中远航运的 EPS 分别为 0.24/0.35/0.57，对应的 PE 为 35x/24x/14.5x，对应 2011 年的 PEG 为 0.25。

考虑到特种杂货市场较好的增长前景，我们给予公司“买入”评级。按照 2011 年 35 倍 PE，我们给予公司目标价 10.5（除权后 9.36）。。

资产负债表

单位：百万元

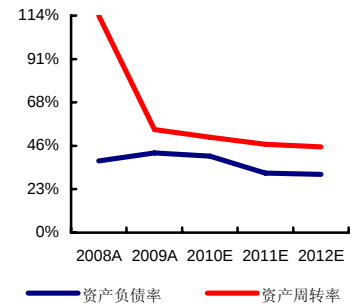
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	3,189	2,671	1,812	4,114	4,440
货币资金	2,704	2,293	1,402	3,652	3,918
应收及预付	330	235	236	263	299
存货	143	125	173	199	222
其他流动资产	11	17	0	0	0
非流动资产	3,935	4,657	5,983	6,676	7,558
长期股权投资	41	41	41	41	41
固定资产	2,440	2,654	3,341	5,648	6,389
在建工程	1,447	1,944	2,598	984	1,125
无形资产	3	3	3	3	3
其他长期资产	4	14	0	0	0
资产总计	7,125	7,328	7,795	10,790	11,998
流动负债	1,234	1,445	792	840	931
短期借款	137	498	0	0	0
应付及预收	1,027	854	792	840	931
其他流动负债	71	93	0	0	0
非流动负债	1,439	1,613	2,336	2,536	2,736
长期借款	384	509	909	1,109	1,309
应付债券	781	827	1,427	1,427	1,427
其他非流动负债	275	277	0	0	0
负债合计	2,674	3,058	3,128	3,377	3,667
股本	1,310	1,310	1,310	1,704	1,704
资本公积	838	833	833	2,612	2,612
留存收益	2,314	2,187	2,496	3,097	4,074
归属母公司股东权益	4,366	4,233	4,639	7,413	8,390
少数股东权益	85	37	28	1	-59
负债和股东权益	7,125	7,328	7,795	10,790	11,998

利润表

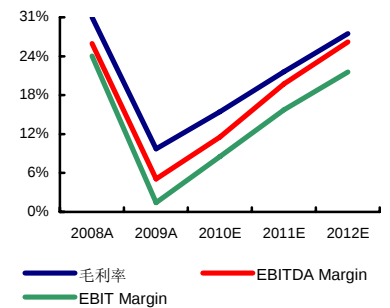
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	6901	3902	3783	4304	5117
营业成本	4794	3515	3189	3356	3686
营业税金及附加	107	57	38	0	0
销售费用	37	52	38	43	51
管理费用	275	220	189	215	256
财务费用	-21	-25	-20	-27	-49
资产减值损失	-4	6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	23	5	0	0	0
营业利润	1736	82	349	717	1173
营业外收入	0	58			
营业外支出	5	12			
利润总额	1731	128	374	767	1223
所得税	268	7	75	192	306
净利润	1462	121	299	575	917
少数股东损益	14	-14	-9	-27	-60
归属母公司净利润	1448	136	309	602	977
EBITDA	1824	202	444	866	1365
EPS (元)	1.11	0.10	0.24	0.35	0.57

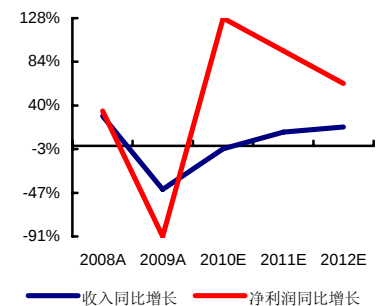
资产负债率趋势



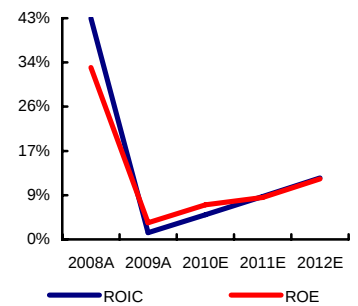
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

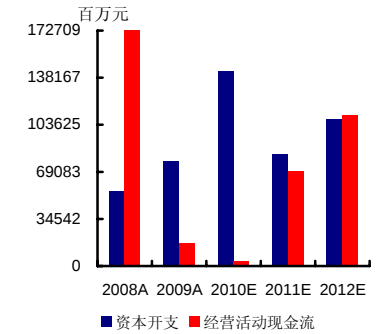
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1,727	162	42	721	1,167
净利润	1,462	121	299	575	917
折旧摊销	136	144	115	176	241
营运资金变动	51	-70	-102	-4	31
其它	78	-33	-270	-26	-23
投资活动现金流	-525	-760	-1,430	-819	-1,073
资本支出	-547	-764	-1,430	-819	-1,073
投资变动	23	5	0	0	0
其他	-1	-2	0	0	0
筹资活动现金流	573	196	497	2,349	173
银行借款	1,432	815	-98	200	200
债券融资	-200	-303	516	0	0
股权融资	0	0	0	2,172	0
其他	-659	-316	79	-24	-27
现金净增加额	1,775	-403	-891	2,250	266
期初现金余额	921	2,704	2,293	1,402	3,652
期末现金余额	2,696	2,302	1,402	3,652	3,918

主要财务比率

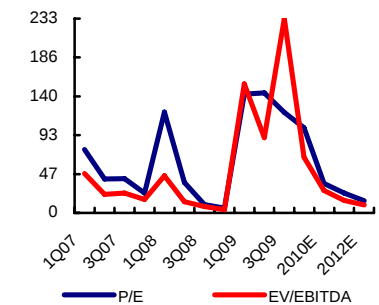
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	29.6%	-43.5%	-3.0%	13.8%	18.9%
营业利润	27.9%	-95.3%	325.1%	105.3%	63.7%
归属于母公司净利润	34.9%	-90.6%	127.7%	95.0%	62.4%
获利能力					
毛利率	30.5%	9.9%	15.7%	22.0%	28.0%
净利率	21.2%	3.1%	7.9%	13.4%	17.9%
ROE	33.2%	3.2%	6.7%	8.1%	11.6%
ROIC	42.7%	1.3%	4.7%	8.3%	11.9%
偿债能力					
资产负债率	37.5%	41.7%	40.1%	31.3%	30.6%
净负债比率	-30.1%	-8.8%	20.0%	-15.0%	-14.2%
流动比率	2.58	1.85	2.29	4.90	4.77
速动比率	2.33	1.68	1.93	4.52	4.39
营运能力					
总资产周转率	1.14	0.54	0.50	0.46	0.45
应收账款周转率	46.26	40.33	43.09	41.66	42.37
存货周转率	34.49	26.19	26.19	26.19	26.19
每股指标 (元)					
每股收益	1.11	0.10	0.24	0.35	0.57
每股经营现金流	1.32	0.12	0.03	0.42	0.68
每股净资产	3.33	3.23	3.54	4.35	4.92
估值比率					
P/E	5.8	102.0	35.4	23.6	14.5
P/B	1.9	3.3	2.4	1.9	1.7
EV/EBITDA	3.9	66.7	26.7	15.1	9.5

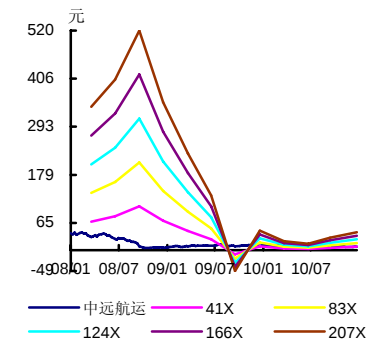
资本支出与经营活动现金流



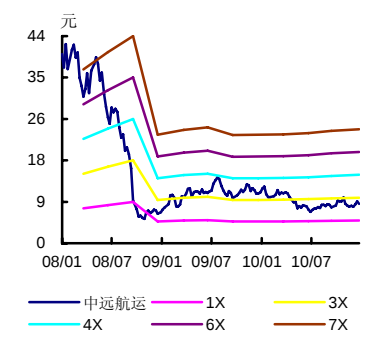
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发交通运输行业研究小组

杨志清，分析师，同济大学工学博士，2 年证券从业经历，入围 2009 年新财富交通运输行业最佳分析师，获 2009 年今日投资交通运输行业最佳分析师第一名，2010 年进入广发证券发展研究中心。

董丁，分析师，东北财经大学经济学硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

张亮，研究助理，上海交通大学管理学硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zl23@gf.com.cn，021-68815254。

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。

	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：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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。