

航运 III

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 孙敏

S0960110080124

0755-82026710

sunmin@cjis.cn

6-12 个月目标价: 10.25 元

当前股价: 7.73 元

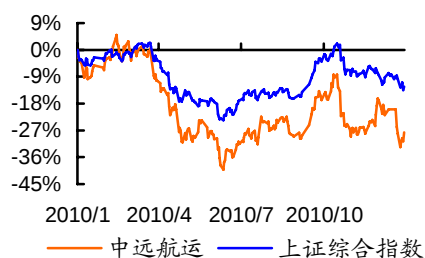
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2715.29
总股本(百万)	1690
流通股本(百万)	1690
流通市值(亿)	131
EPS (TTM)	0.16
每股净资产(元)	2.53
资产负债率	41.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中远航运	0.57	-6.69	15.51
上证综合指数	-6.50	-8.99	7.10



相关报告

中远航运

600428

强烈推荐

半潜船交付将使寡头地位进一步巩固

2011 年 1 月 24 日, 中远航运股份有限公司公告: 公司于 2007 年 10 月 30 日投资建造的 2 艘 50000 吨半潜船中的“祥云口”轮于 2011 年 1 月 20 日正式接船并投入营运。“祥云口”轮总长 216.7 米, 型宽 43 米, 可下潜吃水 26 米, 载重量 50000 吨, 续航力达 18000 海里, 其中装货甲板达到 178 米、宽 43 米, 承载最大单件货物重量可达 48000 吨, 可承运目前世界上 90% 以上的石油钻井平台及大型海洋工程产品, 是目前世界上能够承运单件货物重量的最大、设备最先进的船舶之一, 该船配置有双独立机舱、双动力推进系统, 可最大限度确保船货安全, 满足大型海上石油钻井平台等超大型货物运输的特殊需求。

■ **公司在半潜船市场的寡头垄断地位将进一步巩固。**①目前, 世界半潜船市场以荷兰的 DOCKWISE 和中远航运成寡头垄断格局, 前者拥有或控制半潜船船队规模约 20 艘, 其中有 9 艘主营钻井平台和桥吊运输, 与公司构成直接竞争关系, 但其船龄偏老, 约 20 岁, 且目前尚无新增订单。公司的竞争优势在于船队的年龄较年轻, 这次交付将提升公司在半潜船市场的运输能力和地位。②半潜船市场成为公司未来主攻方向之一。根据船队发展规划, 公司将跟随高端制造业升级的步伐, 将半潜船市场作为重点发展领域之一。目前还有一艘 5 万吨级半潜船在建, 预计随着船舶的交付, 公司在半潜船市场的地位将进一步巩固。

■ **公司盈利能力将随着半潜船市场的稳步走高而进一步增强。**①半潜船市场有望稳步走高。半潜船市场具有资金和技术双重高壁垒的特点, 市场参与者少, 对市场的控制力极强, 期租水平波动性较弱。我们预计随着全球经济复苏进程的日趋稳定, 以及高端制造业在全球重新布局的契机, 未来半潜船期租水平有望维持高位。②半潜船业务将使公司未来的盈利能力进一步增强。从毛利率水平看, 半潜船毛利率高且稳定, 约为 50%, 而其他船型较低且波动大。根据公司船队发展规划, 未来计划逐步淘汰低毛利的杂货船等传统业务, 大力发展高毛利的半潜船和重吊船。伴随着公司船队结构的进一步优化, 公司的综合毛利率水平也将进一步提高, 夯实盈利能力基础。

■ **投资建议: “强烈推荐”评级。**2011-2012 年的营业收入预计分别为 52.87、60.58 亿, EPS 预计分别为 0.41、0.56 元。给予 25 倍 PE, 目标价格为 10.25 元, “强烈推荐”评级。

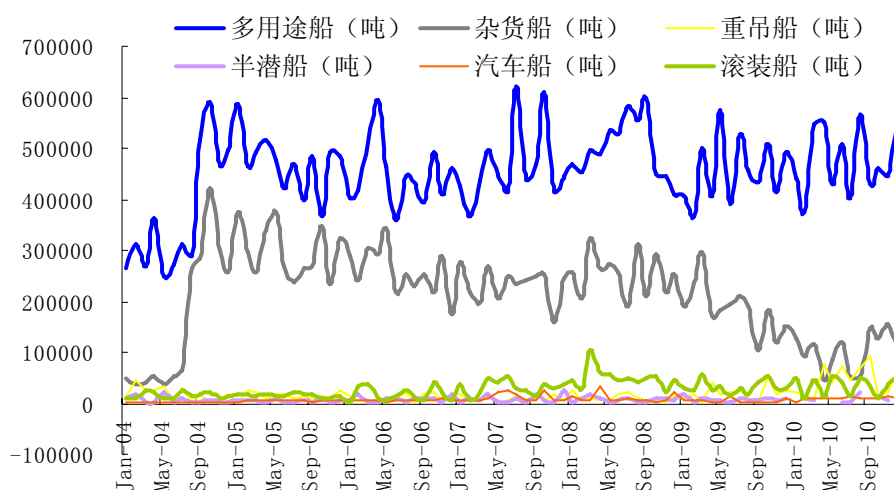
■ **风险提示:** 需求增速低于预期; 船舶交付超预期。

主要财务指标

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3902	4482	5287	6058
收入同比(%)	-43%	15%	18%	15%
归属母公司净利润	136	357	696	954
净利润同比(%)	-91%	163%	95%	37%
毛利率(%)	9.9%	15.7%	20.9%	23.1%
ROE(%)	3.2%	7.6%	9.4%	11.7%
每股收益(元)	0.10	0.27	0.41	0.56
P/E	102.03	38.78	25.83	18.83
P/B	3.27	2.95	1.87	1.69
EV/EBITDA	67	25	14	11

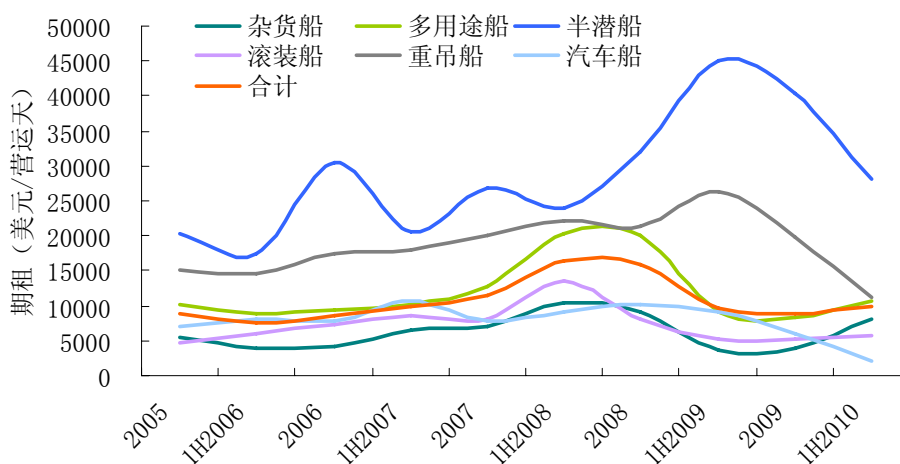
资料来源: 中投证券研究所

图 1: 公司月度运量



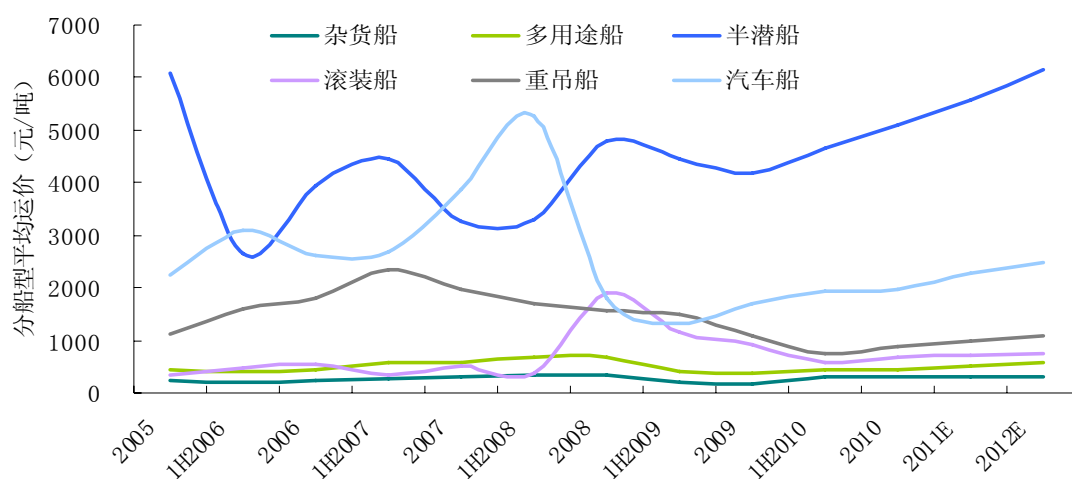
资料来源: 各公司资料、中投证券研究所, 相关网站。

图 2: 分船型期租水平



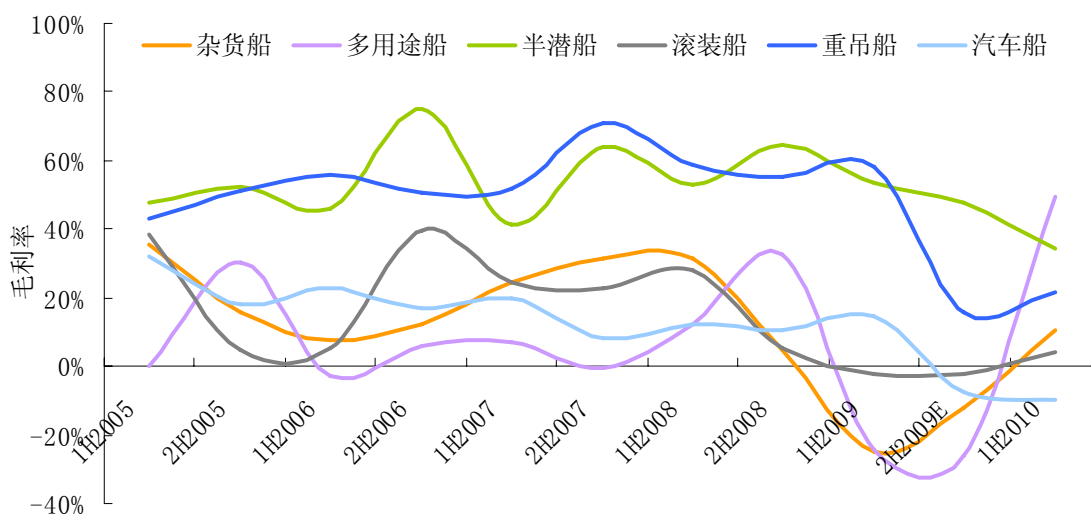
资料来源: 公司资料、中投证券研究所。

图 3: 分船型平均运价



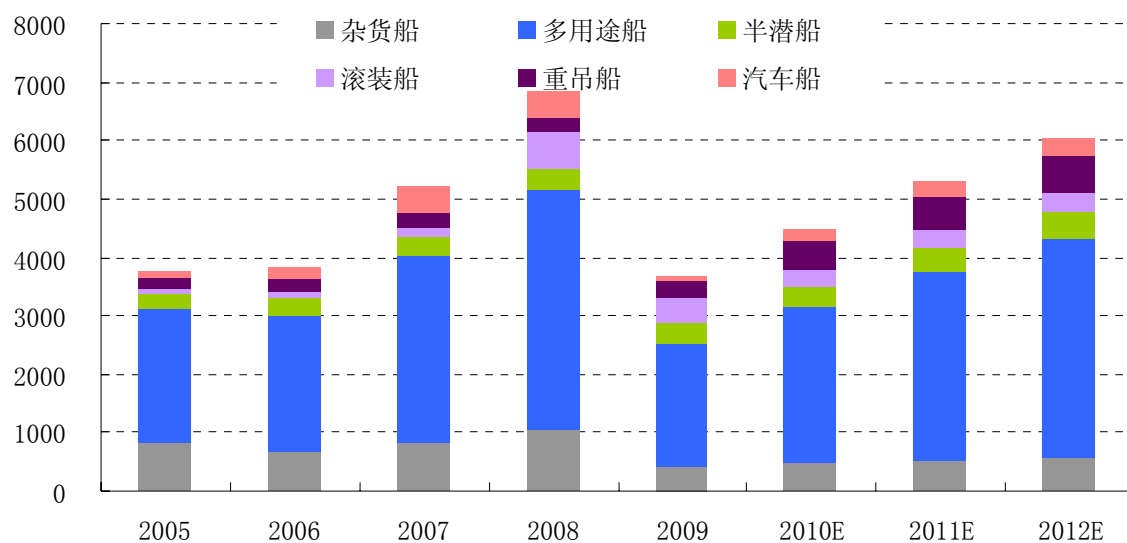
资料来源: 公司资料、中投证券研究所。

图 4: 分船型毛利率



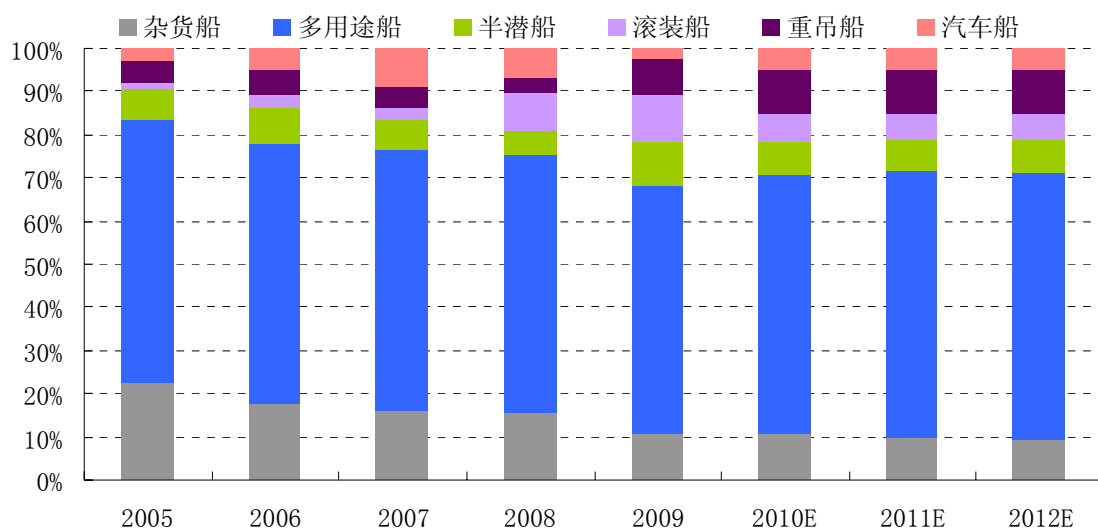
资料来源: 公司资料、中投证券研究所。

图 5：分船型收入（单位：百万元）



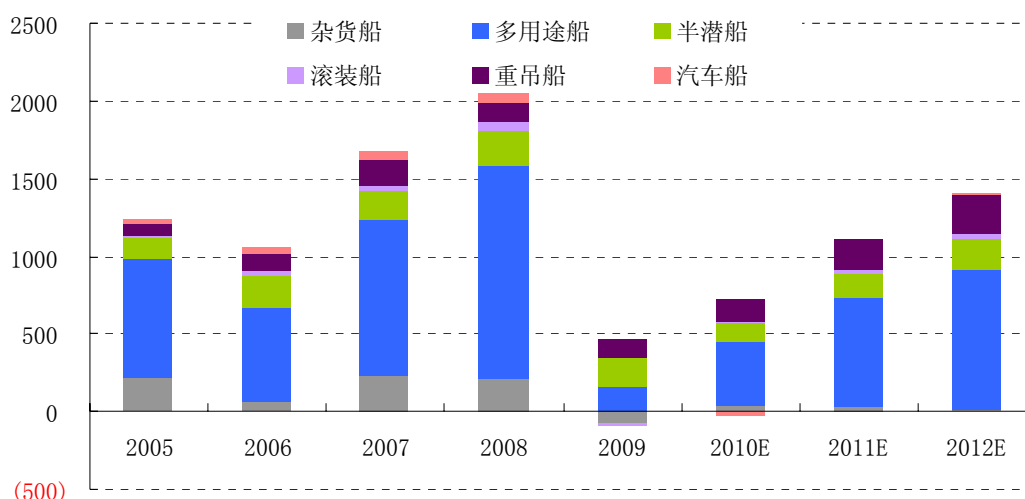
资料来源：公司资料、中投证券研究所

图 6：分船型收入占比



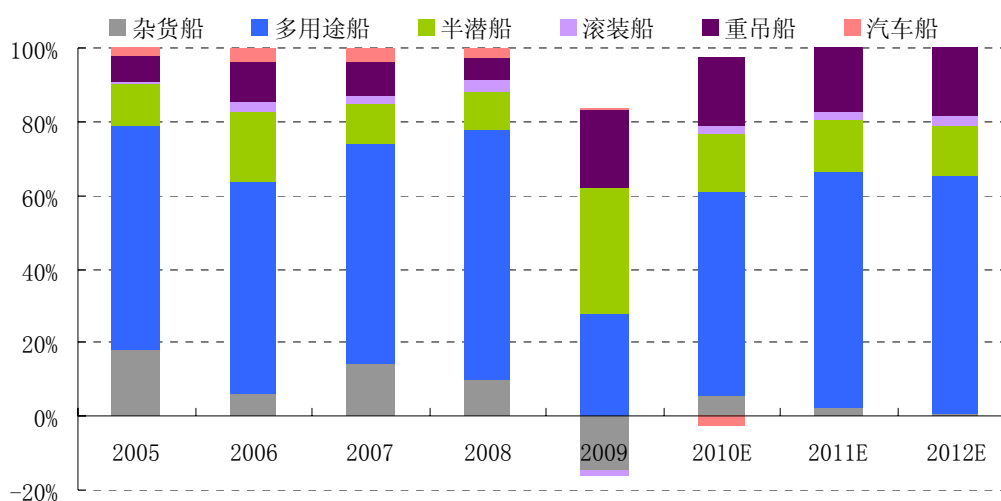
资料来源：公司资料、中投证券研究所

图 7：分船型毛利（单位：百万元）



资料来源：公司资料、中投证券研究所

图 8：分船型毛利占比：将以多用途船、重吊船、半潜船为主



资料来源：公司资料、中投证券研究所

表 1：公司手持船舶订单：集中精力发展多用途船、重吊船和半潜船

船型	吨位（万吨级）	艘数	金额（万美元）	签约时间	每艘金额
半潜船	5	1	12,300		12,300
多用途船	2.7	4	12,640	2006 年	3,160
重吊船	2.8	8	25,600	2007 年	3,200
多用途船	2.7	10	26,700	2010 年	2,670

资料来源：公司资料、中投证券研究所。

表 5: A 股和 H 股航运类上市公司估值水平比较

代码	简称	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB
		TTM	10E	11E	TTM	10E	11E	
	行业均值	0.1316	0.3953	0.4634	33.05	18.27	15.58	2.11
	行业中值	0.1404	0.2153	0.2983	28.88	36.23	20.42	2.07
601919	中国远洋	0.3332	0.6147	0.6798	30.30	16.43	14.86	2.20
601866	中海集运	0.1874	0.3300	0.4100	26.35	16.23	14.24	2.03
600026	中海发展	0.4747	0.5814	0.7012	19.89	16.24	13.46	1.44
601872	招商轮船	0.1580	0.2371	0.2744	27.47	18.30	15.82	1.52
600428	中远航运	0.1603	0.2700	0.4100	48.13	29.63	19.59	2.94
600087	长航油运	0.0734	0.1631	0.2605	79.07	35.62	22.30	2.11
002320	海峡股份	0.8657	0.9444	1.2290	40.20	36.85	28.31	4.06
600798	宁波海运	0.0771	0.0804	0.1102	55.61	53.39	38.93	1.96
600896	中海海盛	0.1404	0.1228	0.2035	44.00	50.33	30.36	1.43
000520	长航凤凰	-0.3761	0.0491	0.2983	-13.53	103.76	17.06	3.52
600692	亚通股份	-0.1597	0.0000	0.1106	-45.63	0.00	65.89	5.29
	H 股	0.4200	0.0000	0.0000	14.49	0.00	0.00	1.24
0316	东方海外国际	12.0907	0.0000	0.0000	5.84	0.00	0.00	1.24
1919	中国远洋	0.0560	0.0000	0.0000	136.60	0.00	0.00	1.77
2866	中海集运	-0.1625	0.0000	0.0000	-19.62	0.00	0.00	1.41
1138	中海发展股份	0.4200	0.0000	0.0000	20.35	0.00	0.00	1.32
0368	中外运航运	0.1714	0.0000	0.0000	15.11	0.00	0.00	0.74
0242	信德集团	0.5821	0.0000	0.0000	7.72	0.00	0.00	0.80
2343	太平洋航运	0.3070	0.0000	0.0000	14.49	0.00	0.00	0.87
0269	中国木业	-0.0144	0.0000	0.0000	-26.26	0.00	0.00	4.20
0560	珠江船务	0.0992	0.0000	0.0000	18.55	0.00	0.00	1.16
0137	金辉集团	1.0588	0.0000	0.0000	2.08	0.00	0.00	0.39
0234	新世纪集团	0.0212	0.0000	0.0000	8.54	0.00	0.00	0.99
0237	安全货仓	1.9827	0.0000	0.0000	2.63	0.00	0.00	0.49

资料来源: Wind, 中投证券研究所。

风险提示:

1. 需求增速低于预期;
2. 船舶交付超预期;
3. 经济复苏进程出现反复。

附：财务预测表

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	2633	5640	6753	营业收入	3902	4482	5287	6058
现金	2293	2299	5263	6329	营业成本	3515	3778	4181	4656
应收账款	78	85	100	115	营业税金及附加	57	72	85	97
其他应收款	32	22	26	30	营业费用	52	58	69	79
预付账款	125	113	125	140	管理费用	220	238	280	321
存货	125	113	125	140	财务费用	-25	-30	-110	-193
其他流动资产	17	0	0	0	资产减值损失	6	0	0	0
非流动资产	4657	4437	4184	3907	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	41	41	41	41	投资净收益	5	6	6	6
固定资产	2654	3421	3654	3620	营业利润	82	372	788	1104
无形资产	3	3	3	2	营业外收入	58	60	59	59
其他非流动资产	1959	972	486	243	营业外支出	12	8	9	0
资产总计	7328	7070	9824	10660	利润总额	128	424	838	1164
流动负债	1445	763	807	858	所得税	7	64	134	198
短期借款	498	0	0	0	净利润	121	361	704	966
应付账款	524	302	334	373	少数股东损益	-14	4	8	12
其他流动负债	423	460	473	486	归属母公司净利润	136	357	696	954
非流动负债	1613	1579	1579	1579	EBITDA	202	548	932	1188
长期借款	509	509	509	509	EPS (元)	0.10	0.27	0.41	0.56
其他非流动负	1104	1070	1070	1070	主要财务比率				
负债合计	3058	2342	2387	2438	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	37	41	50	61	成长能力				
股本	1310	1310	1704	1704	营业收入	-43.5%	14.9%	18.0%	14.6%
资本公积	833	833	2516	2516	营业利润	-95.3%	353.6%	111.7%	40.1%
留存收益	2187	2544	3168	3941	归属于母公司净利润	-90.6%	163.1%	95.1%	37.2%
归属母公司股东权益	4233	4687	7388	8161	获利能力				
负债和股东权益	7328	7070	9824	10660	毛利率(%)	9.9%	15.7%	20.9%	23.1%
现金流量表					净利率(%)	3.5%	8.0%	13.2%	15.8%
单位: 百万元					ROE(%)	3.2%	7.6%	9.4%	11.7%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	1.3%	7.2%	15.0%	21.5%
经营活动现金流	162	484	843	1048	偿债能力				
净利润	121	361	704	966	资产负债率(%)	41.7%	33.1%	24.3%	22.9%
折旧摊销	144	206	253	277	净负债比率(%)	35.72%	25.16%	24.69%	24.17%
财务费用	-25	-30	-110	-193	流动比率	1.85	3.45	6.98	7.87
投资损失	-5	-6	-6	-6	速动比率	1.76	3.30	6.83	7.70
营运资金变动	-70	-151	0	3	营运能力				
其他经营现金	-3	103	1	1	总资产周转率	0.54	0.62	0.63	0.59
投资活动现金流	-760	22	6	6	应收账款周转率	38	52	54	53
资本支出	911	0	0	0	应付账款周转率	6.53	9.15	13.13	13.17
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	150	22	6	6	每股收益(最新摊薄)	0.10	0.27	0.41	0.56
筹资活动现金流	201	-500	2115	13	每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	0.37	0.64	0.80
短期借款	362	-498	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.23	3.58	5.64	6.23
长期借款	126	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	393	0	P/E	102.03	38.78	25.83	18.83
资本公积增加	-5	0	1683	0	P/B	3.27	2.95	1.87	1.69
其他筹资现金	-282	-2	39	13	EV/EBITDA	67	25	14	11
现金净增加额	-403	6	2964	1066					

资料来源：中投证券研究所。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 6 年证券行业从业经验, 研究小组组长。

孙敏, 中投证券研究所交运行业 (航运港口业分析师), 国际航运管理学学士, 投资经济学博士, 2010 年 7 月加盟中投证券。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司 (以下简称“中投证券”) 提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434