

中远航运 (600428.SH) 水上运输行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

李光华
联系人
(8621)61038319
ligh@gjzq.com.cn

黄金香
分析师 SAC 执业编号: S1130210070001
(8621)61038325
huangjx@gjzq.com.cn

春节因素导致运量下跌, 实际运营情况良好

事件

公司公告 1 月份各船型的运量: 其中运量同比减少 22.1%, 周转率 (千吨海里) 同比减少 21.5%, 但运营率增加 1.4 个百分点至 99%, 载重率也增加 5.6% 个百分点至 71.3%。分船型看运量下降最多的为杂货船, 运量同比减少 30.9%, 其次是多用途船, 运量同比减少 17.9%;

评论

运量下滑受春节因素影响: 由于 2 月初为农历新年, 公司对运量统计的截止日期是 1 月 28 日, 而非 1 月 31 日, 因此造成部分运量没有计算在 1 月份的数据内。同时由于月度运量数据的统计是根据航次完成法进行, 而非百分比法, 月度之间的运量数据会出现较大的波动。若按天平均运量统计, 多用途船和重吊船的运量则同比减少 9% 和 2%, 波动在合理范围之内。杂货船运量大幅减少的原因是老旧运力在持续退出市场, 由于效益差的船舶将首先退出运营, 因此运力和运量的减少对公司业绩影响极小;

我们预计 1 月份实际运营情况良好: 虽然 1 月份运量同比和环比均明显下降, 但我们留意到其它指标包括运营率、和载重率同比分别上升了 1.4 和 5.6 个百分点, 显示公司实际经营情况良好。我们判断由于 1 月份船舶挂港较多的原因, 航行率同比下降了 4.3 个百分点至 56%。而由于运量未相应上升, 可能是由于船舶挂港装货造成 (未完成航次不计算在运量内)。按一个航次的时间在 1-2 个月计算, 预计未来两个月的运量将有所反弹。同时公司主要收入和利润的贡献来源, 而多用途船是四个主要船型中 (另外三个是干散货、油运和集运) 唯一的一个期租水平在持续上涨的船型, 显示该子行业的供需关系恢复进度较好;

业绩受 BDI 影响将弱化, 全年业绩有望持续增长: 我们春节后对公司进行了调研, 公司表示随着新型的多用途船和重吊船运力的投放, 业绩受到 BDI 的影响已经逐步减少。我们认为 1 季度可能是全年 BDI 的低位 (下跌空间有限, 但上涨幅度也不大), 未来 3 个季度运价均有望高于目前水平。公司 1 月份投放了一条 5 万吨的半潜船, 且马上获得订租, 将立即贡献利润。2011 年仍有 8 条左右的多用途和重吊船投放市场使用, 因此全年业绩将持续受到运力增长和船型结构优化的推动。2012-2013 年也将各有 8 条左右新船投入运营;

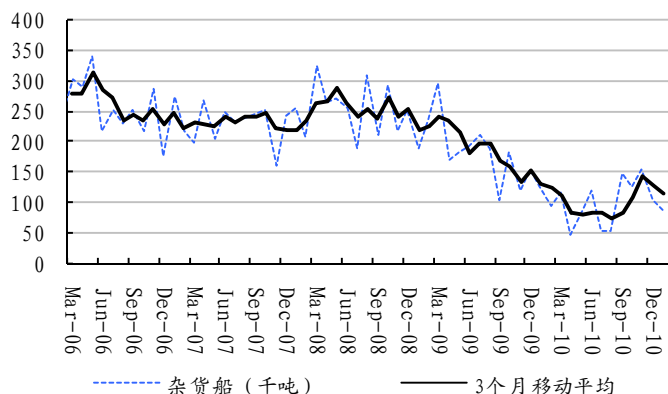
多重因素推动未来三年盈利高增长: 1) 受益于海外经济复苏以及中国工程机械及装备出口, 多用途船运价触底回升: 公司未来多用途运力发展平稳, 其收入水平与 BSI 相关性较强。我们预计公司多用途船的运量和运价将在未来两年持续好转。多用途船的收入占公司收入比例超过 60%, 其毛利率的好转将对公司盈利产生巨大正面的影响; 2) 海工需求恢复和船型结构改善使公司半潜船向高端发展: 2010 年底至 2011 年公司将有两艘 48000 载重吨的半潜船交付, 新型半潜船的运载能力是原有半潜船的两倍以上, 适货性大幅提升, 有望承运附加值更高货物。同时油价回到高位, 带动海上石油钻井平台的需求恢复, 将有利于半潜船运价恢复; 3) 低谷造船, 未来 3 年重吊船运力高速增长: 到 2013 年公司重吊船运力 (按载重吨算) 将比 2009 增加 400%, 带动运量大幅增长。虽然我们预计重吊船的毛利率水平短期内难回到公司以往的平均水平, 但即使如此, 在运力扩张的带动下, 我们预计重吊船队利润将在 2011 年超过 2007 年的历史最高水平

投资建议

我们预计公司 11-12 年分别实现净利润 5.48 和 7.82 亿元, 为摊薄后 EPS 分别为 0.32 和 0.46 元, 净利润同比增长 58.1% 和 42.5%。未来公司重吊船运力的高速发展以及多用途船盈利将逐步提升将支撑盈利水平的好转, 现在正处于向上景气周期的初始阶段, 我们给予 30 倍 PE, 目标价为 9.73 元, 维持“买入”评级, 建议投资者逢低建仓;

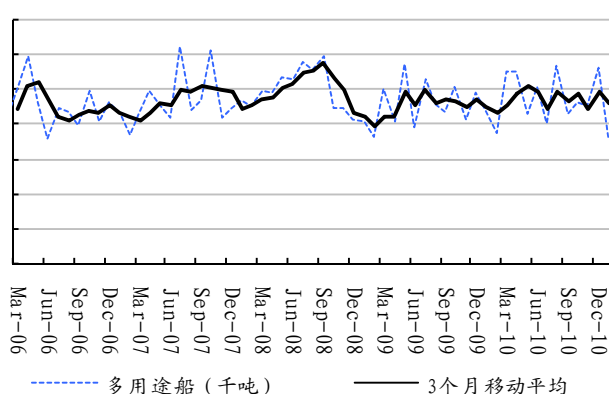
公司各船型运量统计

图表1: 1 月份杂货船运量同比减少 30.9%

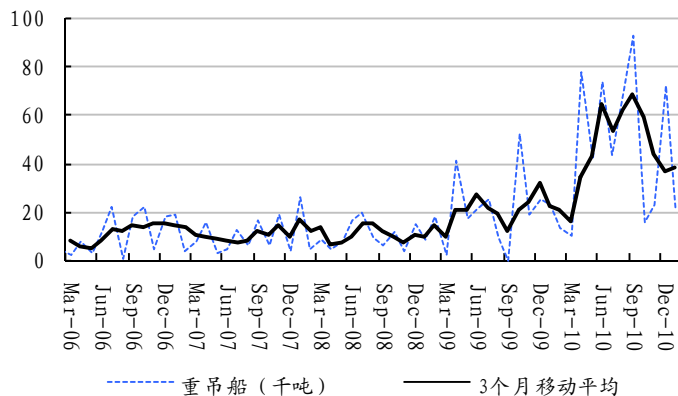


来源: 国金证券研究所, 公司资料

图表2: 1 月份多用途船运量同比减少 17.9%

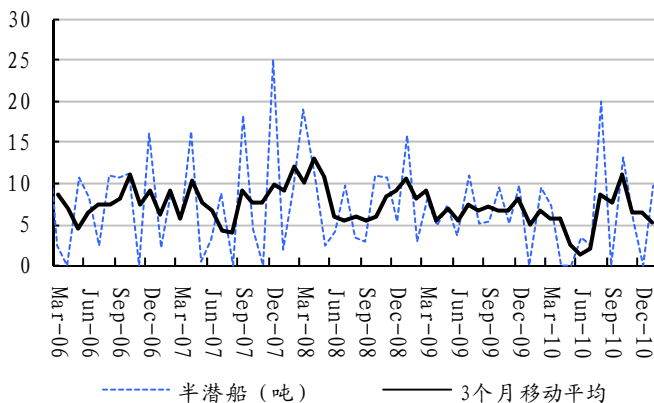


图表3: 1 月份重吊船运量同比减少 11.5%

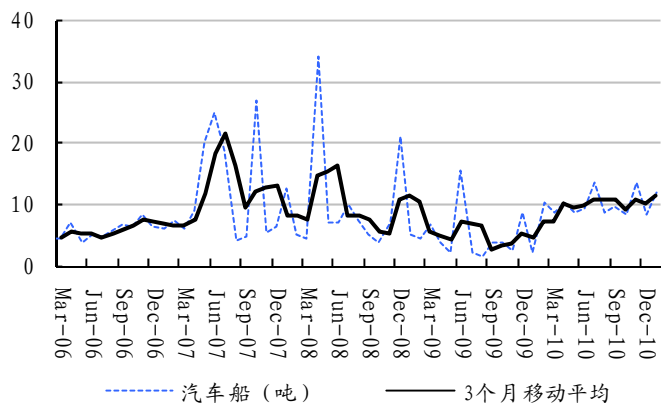


来源: 国金证券研究所, 公司资料

图表4: 1 半潜船运量有所恢复

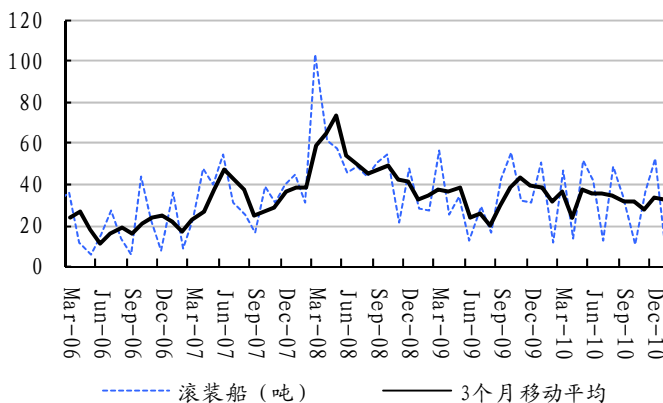


图表5: 1 月份汽车船运量同比增加 418.9%



来源: 国金证券研究所, 公司资料

图表6: 1 月份滚装船运量同比减少 81.6%



图表7：公司各船型盈利预测（2010E-2012E）

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
多用途船								
运力（艘）	46	47	47	49	44	45	47	55
运输量（千吨）	5654	5389	5603	6006	5471	5719	6291	6794
增长率（YOY）	28%	-5%	4%	7%	-9%	5%	10%	8%
销售收入（百万元）	2279	2317	3172	4100	2117	2688	3252	3397
增长率（YOY）	79%	2%	37%	29%	-48%	27%	21%	4%
毛利率	33%	26%	32%	34%	7%	18%	20%	24%
毛利（百万元）	760	608	1003	1386	153	484	650	815
增长率（YOY）	63%	-20%	65%	38%	-89%	215%	34%	25%
占主营业务利润比重	61%	57%	60%	68%	41%	74%	65%	59%
重吊船								
运力（艘）	4	4	4	4	5	8	12	15
运输量（千吨）	180	133	120	135	242	558	1,115	1,896
增长率（YOY）	-1%	-26%	-10%	12%	79%	131%	100%	70%
销售收入（百万元）	180	229	257	219	306	307	644	1,204
增长率（YOY）	34%	27%	12%	-15%	40%	0%	110%	87%
毛利率	47%	52%	61%	57%	38%	25%	30%	32%
毛利（百万元）	85	120	157	125	117	77	193	385
增长率（YOY）	137%	40%	32%	-20%	-7%	-35%	152%	99%
占主营业务利润比重	7%	11%	9%	6%	31%	12%	19%	28%
半潜船								
运力（艘）	3	3	3	3	2	3	4	5
运输量（千吨）	58	95	92	90	88	61	86	103
增长率（YOY）	-24%	63%	-3%	-3%	-2%	-30%	40%	20%
销售收入（百万元）	274	317	345	361	378	214	330	415
增长率（YOY）	51%	16%	9%	5%	5%	-43%	54%	26%
毛利率	50%	64%	53%	60%	50%	28%	31%	33%
毛利（百万元）	138	204	184	216	191	60	114	137
增长率（YOY）	150%	47%	-10%	17%	-12%	-69%	90%	20%
占主营业务利润比重	11%	19%	11%	11%	51%	9%	11%	10%
滚装船								
运力（艘）	3	3	3	3	3	3	3	3
运输量（千吨）	188	218	386	601	383	405	506	506
增长率（YOY）	4%	15%	77%	56%	-36%	6%	25%	0%
销售收入（百万元）	57	112	161	627	398	223	557	557
增长率（YOY）	-16%	99%	44%	289%	-37%	-44%	150%	0%
毛利率	21%	25%	24%	10%	-2%	3%	3%	3%
毛利（百万元）	12	28	38	61	-9	6	17	14
增长率（YOY）	30%	138%	37%	60%	-115%	-159%	200%	-17%
占主营业务利润比重	1%	3%	2%	3%	-3%	1%	2%	1%
汽车船								
运力（艘）	4	5	5	5	3	3	3	3
运输量（千吨）	55	69	141	125	61	113	124	124
增长率（YOY）	111%	24%	106%	-11%	-51%	85%	10%	0%
销售收入（百万元）	107	193	458	275	89	226	224	224
增长率（YOY）	154%	80%	137%	-40%	-67%	153%	-1%	0%
毛利率	25%	19%	13%	13%	5%	3%	-5%	10%
毛利（百万元）	26	38	60	36	4	7	-11	22
增长率（YOY）	395%	43%	61%	-40%	-88%	55%	NA	-300%
占主营业务利润比重	2%	4%	4%	2%	1%	1%	-1%	2%
杂货船								
运力（艘）	30	23	20	20	11	8	5	0
运输量（千吨）	3584	3100	2795	3053	2225	1222	660	0
增长率（YOY）	93%	-14%	-10%	9%	-27%	-45%	-46%	0
销售收入（百万元）	845	679	845	1063	401	733	416	0
增长率（YOY）	156%	-20%	24%	26%	-62%	83%	-43%	0
毛利率	26%	10%	28%	19%	-20%	3%	3%	0
毛利（百万元）	223	66	236	202	-80	22	42	0
增长率（YOY）	105%	-70%	258%	-14%	-140%	-127%	89%	0
占主营业务利润比重	18%	6%	14%	10%	-21%	3%	4%	0%
合计								
销售收入（百万元）	3742	3848	5238	6645	3690	4390	5423	5797
增长率（YOY）	84%	3%	36%	27%	-44%	19%	24%	7%
毛利率	33%	28%	32%	31%	10%	15%	19%	24%
毛利（百万元）	1244	1063	1680	2027	376	655	1005	1374
增长率（YOY）	83%	-15%	58%	21%	-81%	74%	53%	37%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要（按配股前股本计算）

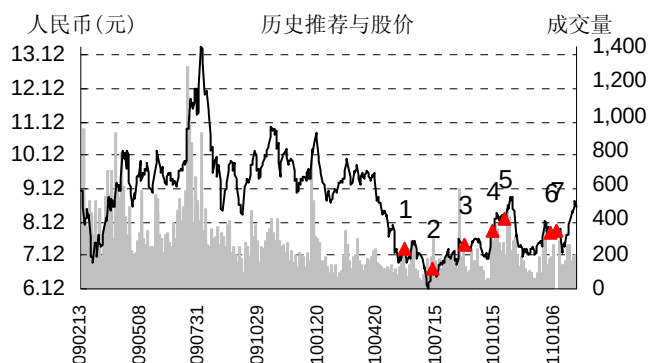
损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	5,325	6,901	3,902	4,390	5,423	5,797	货币资金	921	2,704	2,293	1,609	1,125	922
增长率		29.6%	-43.5%	12.5%	23.5%	6.9%	应收款项	217	155	110	147	182	194
主营业务成本	-3,622	-4,794	-3,515	-3,736	-4,418	-4,423	存货	135	143	125	123	145	145
% 销售收入	68.0%	69.5%	90.1%	85.1%	81.5%	76.3%	其他流动资产	183	186	142	189	223	223
毛利	1,704	2,107	386	655	1,005	1,374	流动资产	1,457	3,189	2,671	2,068	1,675	1,485
% 销售收入	32.0%	30.5%	9.9%	14.9%	18.5%	23.7%	% 总资产	29.1%	44.8%	36.5%	27.3%	20.9%	17.1%
营业税金及附加	-80	-107	-57	-44	-27	-29	长期投资	41	41	41	42	41	41
% 销售收入	1.5%	1.6%	1.5%	1.0%	0.5%	0.5%	固定资产	3,503	3,887	4,599	5,447	6,262	7,151
营业费用	-24	-37	-52	-44	-54	-58	% 总资产	70.0%	54.6%	62.8%	71.9%	78.3%	82.2%
% 销售收入	0.5%	0.5%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	无形资产	1	3	3	12	19	25
管理费用	-202	-275	-220	-263	-271	-261	非流动资产	3,547	3,935	4,657	5,503	6,324	7,220
% 销售收入	3.8%	4.0%	5.6%	6.0%	5.0%	4.5%	% 总资产	70.9%	55.2%	63.5%	72.7%	79.1%	82.9%
息税前利润（EBIT）	1,398	1,688	57	304	652	1,026	资产总计	5,004	7,125	7,328	7,571	7,999	8,705
% 销售收入	26.2%	24.5%	1.5%	6.9%	12.0%	17.7%	短期借款	82	198	583	648	490	534
财务费用	-45	21	25	27	13	6	应付款项	739	761	631	640	761	769
% 销售收入	0.9%	-0.3%	-0.6%	-0.6%	-0.2%	-0.1%	其他流动负债	254	275	231	324	378	444
资产减值损失	-7	4	-6	-1	0	0	流动负债	1,075	1,234	1,445	1,612	1,629	1,748
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	362	384	509	509	509	510
投资收益	12	23	5	52	5	5	其他长期负债	157	1,056	1,104	827	827	827
% 税前利润	0.8%	1.3%	4.3%	12.6%	0.7%	0.5%	负债	1,595	2,674	3,058	2,948	2,965	3,085
营业利润	1,357	1,736	82	382	671	1,037	普通股股东权益	3,338	4,366	4,233	4,590	5,002	5,588
营业利润率	25.5%	25.2%	2.1%	8.7%	12.4%	17.9%	少数股东权益	71	85	37	32	32	32
营业外收支	113	-5	46	35	15	5	负债股东权益合计	5,004	7,125	7,328	7,571	7,999	8,705
税前利润	1,470	1,731	128	417	686	1,042	比率分析						
利润率	27.6%	25.1%	3.3%	9.5%	12.6%	18.0%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-379	-268	-7	-75	-137	-261	每股指标						
所得税率	25.8%	15.5%	5.1%	18.0%	20.0%	25.0%	每股收益	1.639	1.105	0.103	0.265	0.324	0.462
净利润	1,091	1,462	121	342	548	782	每股净资产	5.095	3.332	3.231	3.503	3.817	4.264
少数股东损益	17	14	-14	-5	0	0	每股经营现金净流	1.991	1.318	0.123	0.091	0.601	0.782
归属于母公司的净利润	1,074	1,448	136	347	548	782	每股股利	0.700	0.400	0.000	0.066	0.105	0.149
净利率	20.2%	21.0%	3.5%	7.9%	10.1%	13.5%	回报率						
现金流量表（人民币百万元）							净资产收益率	32.17%	33.17%	3.20%	7.56%	10.96%	13.99%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	21.46%	20.33%	1.85%	4.58%	6.86%	8.98%
净利润	1,091	1,462	121	342	548	782	投入资本收益率	25.87%	23.43%	0.84%	3.77%	7.61%	10.27%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	154	132	150	155	188	214	主营业务收入增长率	38.38%	29.59%	-43.46%	12.53%	23.51%	6.91%
非经营收益	-53	32	-41	-312	18	26	EBIT增长率	71.01%	20.78%	-96.60%	428.72%	114.87%	57.34%
营运资金变动	-6	51	-70	-66	33	3	净利润增长率	74.49%	34.86%	-90.64%	155.98%	58.11%	42.54%
经营活动现金净流	1,187	1,677	160	119	788	1,024	总资产增长率	19.51%	42.39%	2.86%	3.31%	5.66%	8.83%
资本开支	-741	-547	-764	-978	-994	-1,105	资产管理能力						
投资	0	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	8.5	7.9	9.1	8.0	8.0	8.0
其他	12	22	4	52	5	5	存货周转天数	18.5	10.6	13.9	12.0	12.0	12.0
投资活动现金净流	-729	-525	-760	-927	-989	-1,100	应付账款周转天数	39.5	43.6	55.9	50.0	50.0	50.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	176.5	129.0	248.3	274.5	243.4	245.9
债权募资	-96	1,232	511	65	-158	46	偿债能力						
其他	-350	-659	-316	58	-125	-173	净负债/股东权益	-13.97%	-30.14%	-8.76%	8.12%	13.93%	16.90%
筹资活动现金净流	-446	573	196	124	-283	-127	EBIT利息保障倍数	30.8	-79.9	-2.3	-11.3	-48.4	-169.2
现金净流量	12	1,725	-405	-684	-484	-203	资产负债率	31.87%	37.52%	41.73%	38.94%	37.07%	35.44%

来源：公司年报、国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-05-28	买入	7.30	11.52 ~ 11.52
2	2010-07-09	买入	6.71	N/A
3	2010-08-23	买入	7.45	N/A
4	2010-10-13	买入	7.85	N/A
5	2010-10-27	买入	8.24	N/A
6	2010-12-30	买入	7.83	11.40
7	2011-01-07	买入	7.86	N/A

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;

持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;

卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室