

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120001

联系人： 韩轶超 (8621) 68751781 hanyu@cjsc.com.cn

3 月运量增速可观；燃油附加费开征转嫁部分成本

事件描述

中远航运公布 2011 年 3 月生产数据：

- 2011 年 3 月，中远航运船队总计完成运量 84.7 万吨，同比上升 15.0%，环比上升 24.4%。
- 多用途船完成运量 59.7 万吨，创 2008 年 10 月以来的单月最高水平，同比上升 8.8%，环比上升 46.4%，占总运量的 70.5%。
- 重吊船完成运量 5.9 万吨，同比上升 466.9%，环比下降 32.3%，占总运量的 6.98%。公司今年 1 季度重吊船完成运量 16.67 万吨，同比增长 254%。1 季度末重吊船运力按照载重吨，同比增加了 22%。
- 半潜船完成运量 3.1 万吨，创历史单月新高，同比上升 326.6%，环比上升 205.6%，占总运量的 3.68%。3 月运量创新高的原因为新交付的半潜船开始贡献运量。今年 1 季度半潜船运量 5.1 万吨，同比增长 202.9%。半潜船市场滞后于经济复苏，2011 年，市场需求有较大改善。全球经济增长、高涨的油价以及新一轮钻井平台维修、更替高峰的来临，将推动半潜船市场迎来下一个高峰。公司 5 万吨半潜船初期仍以打品牌为主，积累超大型平台运输经验，为市场全面复苏打基础、做准备。
- 公司近日宣布，将于 4 月 1 日起开征燃油附加费和防海盗附加费。我们预计，公司因燃油价格上升和防海盗支出增加分别影响业绩 0.11 元和 0.04 元，而开征附加费可以弥补 2011 年业绩 0.07 元，即附加费征收对于高油价和防海盗费 2 项额外支出的覆盖率为 47%，综合考虑以上 3 项因素，2011 年业绩净减少 0.08 元（以上结果仅根据假设条件计算，实际影响与此会有一定差异）。这是特种船行业中首次有公司引入了类似集运业的燃油附加费概念，一方面可覆盖部分上涨的燃油成本，直接增厚部分业绩；而其更重要的意义在于：体现了行业周期向上时船东的议价权增强；此外表明了公司对其行业地位的一种信心和对行业竞争格局演变的先知先觉，如果附加费的模式能成功实施，公司的风险转嫁能力、盈利能力也将因此而得到本质上的提升，而其背后体现的则是公司管理团队的高效性。
- 公司从事的运输业务同经济全球化以及中国未来产业发展的方向完全契合，全球基建、能源的建设和开发将随着经济的复苏和增长持续旺盛，期待 3-5 年特种船一个大繁荣周期的出现。考虑到燃油价格上涨等因素的综合影响，我们下调 2011-2012 年业绩预测至 0.30 元和 0.58 元，对应 PE 为 30.44 倍、26.97 倍和 13.90 倍，维持“推荐”评级。

事件评论

第一，3月整体运量同比环比皆回升

2011年3月，中远航运船队总计完成运量84.7万吨，同比上升15.0%，环比上升24.4%。其中，三大主力船型多用途船、重吊船和半潜船的运量同比皆上升。

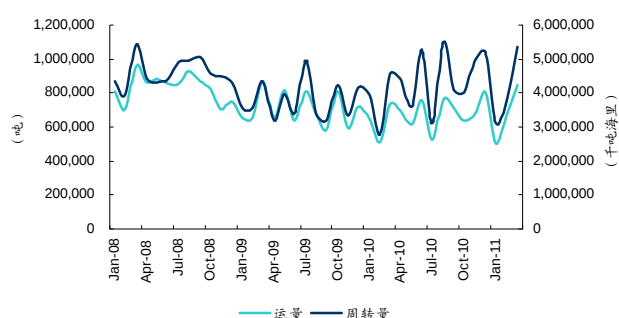
3月公司完成周转量53.5亿吨海里，同比上升17.1%，环比上升38.1%。营运率为98.7%，同比上升1.1个百分点；航行率58.1%，同比下降2.7个百分点；载重率53.1%，同比下降13.4个百分点；燃油单耗6.7千克/千吨海里。

表 1: 中远航运船队整体运营情况

指标 单位	运量 吨	周转量 千吨海里	营运率 %	航行率 %	载重率 %	燃油单耗 千克/千吨海里	平均运距 海里
Jan-10	641,301	3,946,685	97.6	61.1	65.7	6.6	6,154
Feb-10	511,748	2,792,421	97.0	61.9	55.4	8.1	5,457
Mar-10	736,612	4,568,544	97.6	60.8	66.5	7.2	6,202
Apr-10	699,115	4,409,905	94.7	61.2	73.3	5.9	6,308
May-10	613,734	3,614,982	91.8	59.7	77.7	5.8	5,890
Jun-10	754,388	5,298,340	97.8	62.1	59.0	6.9	7,023
Jul-10	525,052	3,120,086	95.9	54.7	71.4	6.5	5,942
Aug-10	767,548	5,511,233	95.5	61.2	73.6	6.7	7,180
Sep-10	712,069	4,096,080	96.0	58.9	49.1	6.8	5,752
Oct-10	635,059	4,030,798	97.4	53.9	61.4	7.1	6,347
Nov-10	680,782	4,980,962	96.9	62.9	72.4	6.5	7,317
Dec-10	800,114	5,212,035	98.3	58.7	54.5	6.9	6,514
Jan-11	499,288	3,099,511	99.0	56.8	71.3	6.8	6,208
Feb-11	680,824	3,874,810	97.3	51.7	61.2	7.4	5,691
Mar-11	846,749	5,349,913	98.7	58.1	53.1	6.7	6,318

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 1: 中远航运船队运量与周转量



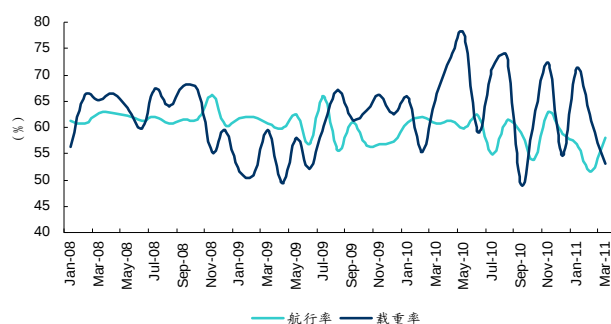
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2: 中远航运船队营运率



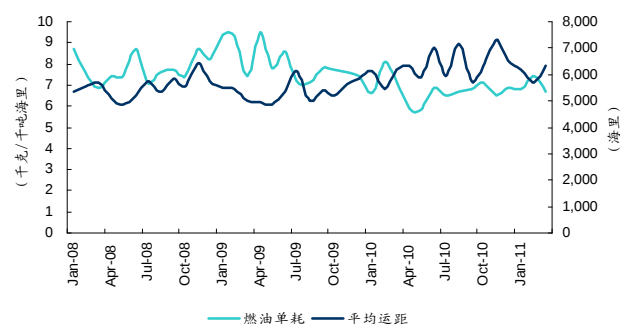
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3: 中远航运船队航行率与载重率



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 4: 中远航运船队燃油单耗



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第二, 多用途船业务渐入正轨, 半潜船运量创历史新高

3 月, 分船型运量方面:

多用途船完成运量 59.7 万吨, 创 2008 年 10 月以来的单月最高水平, 同比上升 8.8%, 环比上升 46.4%, 占总运量的 70.5%。鉴于航次完成周期带来的滞后因素, 2011 年 1 季度特殊事件带来 (北非政局动荡和日本地震) 的影响还有待观察, 不排除之后几个月多用途船运量出现反复的可能性, 但这些都只是短期影响因素, 在经济复苏和公司多用途船队扩张的大背景下, 未来多用途船业务将成为中远航运业绩的稳固基石。另外, Clarkson 最新统计的 9000 吨和 1.7 万吨多用途船运价分别为 7000 美元/天和 10000 美元/天, 同比分别增长 27.27% 和 17.65%, 但环比有 4-5% 的回落。

杂货船完成运量 11.8 万吨, 同比上升 1.6%, 环比下降 10.5%, 占总运量的 13.9%。散货市场需求短期受日本地震影响, 使公司杂货船运量增速下滑。未来, 公司将逐步淘汰该船型。

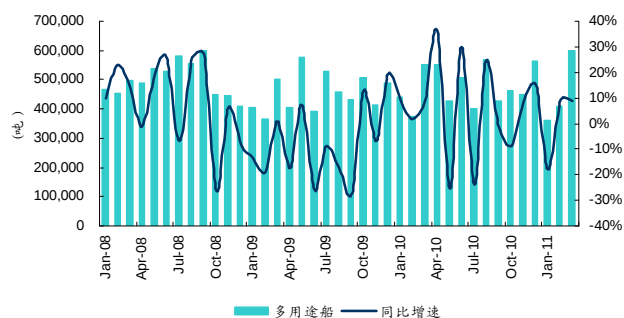
重吊船完成运量 5.9 万吨, 同比上升 466.9%, 环比下降 32.3%, 占总运量的 6.98%。在上个月该船型运量创历史新高后, 3 月处于运量积累期, 数据环比回落但同比受益于去年同期的低基数。公司今年 1 季度重吊船完成运量 16.67 万吨, 同比增长 254%。今年 1 季度末重吊船运力同比增加了 22%。

半潜船完成运量 3.1 万吨, 创历史单月新高, 同比上升 326.6%, 环比上升 205.6%, 占总运量的 3.68%。3 月运量创新高的原因为新交付的半潜船开始贡献运量 (2 月 25 日, 公司新接的 5 万吨级半潜船祥云口轮, 首航在新加坡顺利下潜浮装了两艘大型海洋工程船前往非洲, 该两艘海洋工程驳船共重 31000 多吨, 是中远航运经营半潜船以来单船、单航次装载重货量最大的航次)。今年 1 季度半潜船运量 5.1 万吨, 同比增长 202.9%。半潜船市场滞后于经济复苏, 2011 年, 市场需求有较大改善。全球经济增长、高涨的油价以及新一轮钻井平台维修、更替高峰的来临, 将推动半潜船市场迎来下一个高峰。公司 5 万吨半潜船初期仍以打品牌为主, 积累超大型平台运输经验, 为市场全面复苏打基础、做准备。

汽车船完成运量 0.7 万吨, 同比下降 21.7%, 环比下降 58.4%, 占总运量的 0.81%。

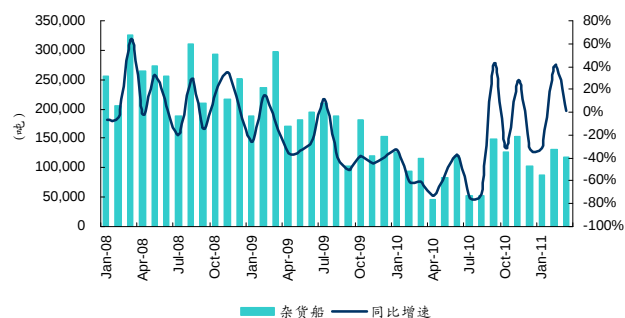
滚装船完成运量 3.5 万吨, 同比下降 23.4%, 环比上升 27.9%, 占总运量的 4.17%。

图 5：中远航运多用途船运量



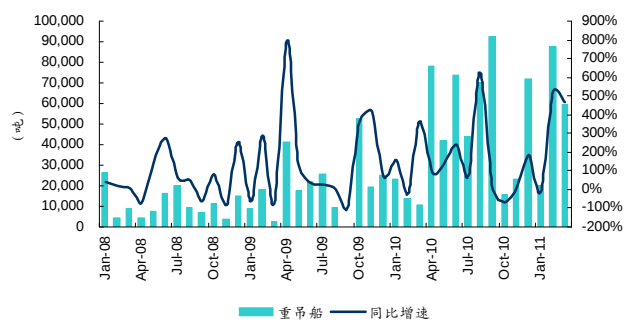
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 6：中远航运杂货船运量



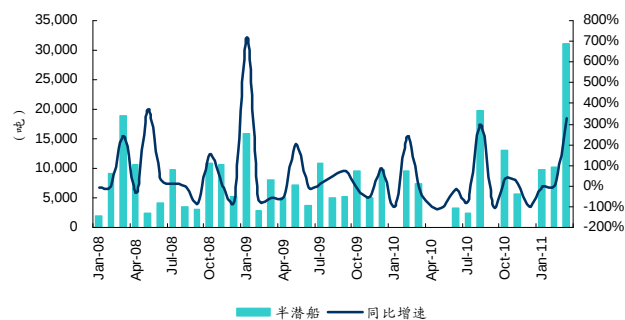
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 7：中远航运多重吊船运量



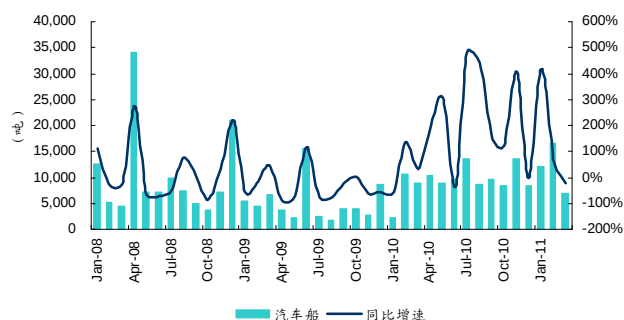
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 8：中远航运半潜船运量



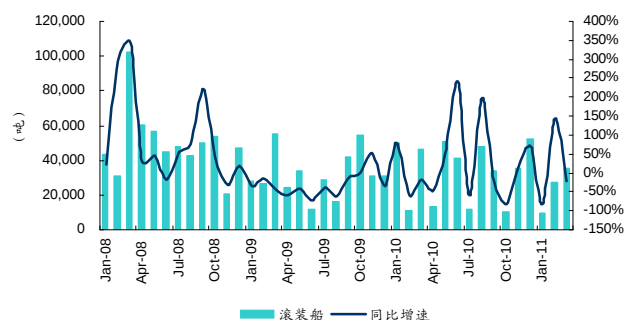
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 9：中远航运多汽车船运量



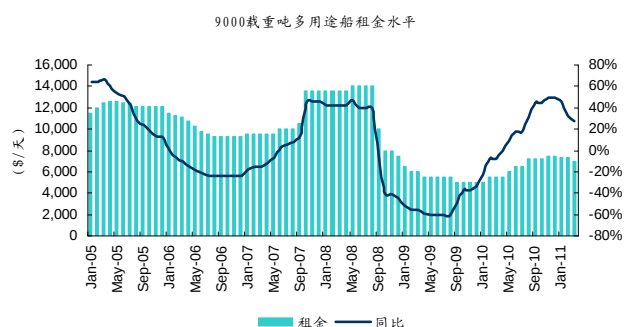
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 10：中远航运滚装船运量



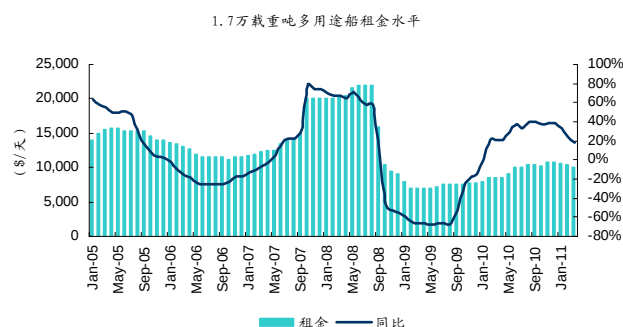
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 11: 9000 载重吨多用途船租金水平



资料来源: Clarksons, 长江证券研究部

图 12: 1.7 万载重吨多用途船租金水平



资料来源: Clarksons, 长江证券研究部

第三，业内首次征收燃油附加费，意义重大

公司近日宣布，将于 4 月 1 日起开征燃油附加费和防海盗附加费。

- 燃油附加费为 7 美元/计费吨，针对所有航线；
- 防海盗附加费为 3.5 美元/计费吨，针对欧洲航线，波斯湾/红海航线，非洲航线及途经印度洋的所有航线；

我们曾在报告《燃油价格上涨侵蚀航运公司盈利，短期投资转向防御性港口、铁路和物流》中对中远航运业绩对油价变动的敏感性进行了测算，我们测算若 2011 年 CST380 平均价格上涨至 600 美元/吨，则增加燃油成本 2.5 亿，对中远航运 EPS 影响为 0.11 元。

现在，我们加入对燃油附加费和防海盗附加费的假设，来观察其综合影响，假设条件如下：

- 预计公司 2011 年完成周转量同比增长 10.5% 至 570 亿吨海里，单箱燃料消耗 6.7 千克/千吨海里，则耗油量为 38.19 万吨；
- 假设新加坡 CST380 油价均价为 600 美元/吨（1 季度实际均值为 585 美元/吨）；
- 预计公司 2011 年总体运量同比增长 10% 至 888.5 万吨（1 季度实际已完成 202.7 万吨，同比增长 7.3%），其中提前已经确定量价的 COA 合同占 10%-20%；
- 考虑到一般运输协议会提前 1-2 个月确定航次和运费，所以我们假设 2011 年燃油附加费和防海盗附加费实际征收期限为 7 个月，其中燃油附加费的航线覆盖率 100%，防海盗附加费的航线覆盖率假设为 70%；
- 由于是首次推行特种船行业的附加费，预计公司在优势和非优势航线上附加费的最终成功推行比例有高有低，保守预计整体推行比例在 60%；
- 假设 2011 年平均汇率为 6.5 人民币/美元，公司所得税率 25%；

根据以上假设，2011 年因燃油价格上升额外增加公司燃油成本 $(600-500) \times 6.5 \times 38.19/10000=2.5$ 亿，影响业绩 0.11 元；而当年与防海盗相关的设备、人工等会增加开支 1 亿元左右，影响业绩 0.04 元；而 7 个月的附加费征收可以增加收入 $888.5 \times (7/12) \times 80\% \times (7+3.5 \times 70\%) \times 6.5 \times 60\%/10000=1.5$ 亿，即如果附加费的征收不影响公司运输需求的话，可以抵消业绩影响 0.07 元。

综上，根据我们的假设，附加费征收对于高油价和防海盗费 2 项额外支出的覆盖率为 47%，综合考虑以上 3 项因素，2011 年业绩净减少 0.08 元（以上结果仅根据假设条件计算，实际影响与此会有一定差异）。

这是特种船行业中首次有公司引入了类似集运业的附加费概念，直接的影响是可覆盖部分上涨的燃油成本，增厚部分业绩。但其更重要的意义在于：在油价高企的时候，相比于复苏进程更慢竞争更激烈的油轮、干散货运输行业，只有大周期向上的特种船行业有能力、有资本改变行业定价模式，成功转嫁成本，这是一个强势行业的重要特征；另一方面，中远航运敢于开行业之先河率先开征附加费，也表明了公司对其行业地位的一种信心和对行业竞争格局演变的先知先觉，如果附加费的模式能从此得以延续，公司的风险转嫁能力、盈利能力也将因此而得到本质上的提升，而其背后体现的则是公司管理团队的高效性。

第四，日本地震对公司业务影响有限

目前，日本地区总体收入占比大约在 10% 左右。此次地震发生在日本东北部，对中南部港口影响很小，目前中南部港口运作正常，根据公司对前几年的业务统计，公司航线装港主要在日本中南部地区，包括大阪、神户、横滨、君津，占 90% 以上。

日本地震对公司的影响主要体现在以下 2 类货种上：

1) 日本的钢材出口。短期来看，日本的钢材出口可能会受到影响，去年日本的钢材出口量为 4300 万吨左右，其中公司承运约 15-20 万吨，主要是日本出口至西非和孟加拉。不过东北部地区钢厂占公司业务的比重极小，短期中国钢材反而可能对日本受损产能形成替代，中国出口会增加。

2) 日本的汽车出口。如果日本公司利用中国的富余产能来满足出口需求，可能对公司的汽车运输有利。公司一共拥有汽车船 4 艘，1 艘（常发口）作沿海运输，最近购买的 2 艘中（中远腾飞/中远盛世），第一艘交付的船舶已期租经营，所以整体受影响很小。

在地震灾害之后，日本制造产业产能的恢复估计需要一段时间，因为日本是一个组织高效的国家，整个物流体系非常完善，企业基本上是零库存，整个体系的重建需要一定的时间。

因此中期来看，中国部分产业会因为替代而受益，本土化生产更有利于中远航运的揽货。

第五，行业盈利能力与周期双双向上，维持“推荐”评级

短期的扰动（日本地震、利比亚局势）不会也不可能改变中国经济结构转型的大趋势，而在包括油价等外部环境恶化的情况下，中远航运在行业中首先引入了类似集运行业的附加费概念，体现的是特种船行业的强势特征，同时如果附加费征收形式能够一直维持，也将提升公司的风险转嫁能力、盈利能力，实际上是对特种船行业中公司估值的一种提升。

2011 年之后，多用途船行业供需形势转变，需求方面由于中国的对外工程建设加快，中国设备出口增长推动而加快，但全球运力增速放缓。中期特种船行业是我们最为看好的子行业之一，期待 3-5 年一个大繁荣周期的出现。维持对公司 2010 年业绩 0.27 元的预测，考虑到油价上升等多种因素影响，我们下调 2011-2012 年业绩预测至 0.30 元和 0.58 元，对应 PE 为 30.44 倍、26.97 倍和 13.90 倍，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3902	4589	6155	8198	货币资金	2293	2065	2585	3279
营业成本	3515	3691	4900	6137	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	386	898	1256	2061	应收账款	110	130	175	233
% 营业收入	9.9%	19.6%	20.4%	25.1%	存货	125	129	171	214
营业税金及附加	57	67	90	120	预付账款	125	130	173	217
% 营业收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	其他流动资产	17	20	25	34
销售费用	52	60	74	98	流动资产合计	2671	2474	3129	3976
% 营业收入	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	220	257	332	443	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.6%	5.6%	5.4%	5.4%	长期股权投资	41	41	41	41
财务费用	-25	62	70	66	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.6%	1.3%	1.1%	0.8%	固定资产合计	4599	5866	7482	8380
资产减值损失	6	1	2	3	无形资产	3	3	3	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	5	0	0	0	递延所得税资产	14	0	1	1
营业利润	82	451	686	1331	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	2.1%	9.8%	11.1%	16.2%	资产总计	7328	8384	10656	12400
营业外收支	46	20	0	0	短期贷款	583	1329	743	1306
利润总额	128	471	686	1331	应付款项	524	549	729	912
% 营业收入	3.3%	10.3%	11.1%	16.2%	预收账款	73	87	117	156
所得税费用	7	118	172	333	应付职工薪酬	217	228	303	379
净利润	121	353	515	998	应交税费	6	16	23	39
归属于母公司所有者					其他流动负债	43	47	63	79
的净利润	135.5	348.7	507.8	984.7	流动负债合计	1445	2256	1976	2871
少数股东损益	-14	5	7	13	长期借款	509	729	729	729
EPS（元/股）	0.10	0.27	0.30	0.58	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	277	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	827	827	827	827
经营活动现金流净额	162	366	992	1526	负债合计	3058	3813	3533	4427
取得投资收益	5	0	0	0	归属于母公司	4233	4530	7074	7911
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	37	42	49	62
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	4271	4572	7123	7973
固定资产投资	-764	-1446	-1852	-1182	负债及股东权益	7328	8384	10656	12400
其他	4	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-760	-1446	-1852	-1182		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.103	0.266	0.300	0.583
股权融资	0	0	2113	0	BVPS	3.23	3.46	5.40	6.04
银行贷款增加（减少）	511	966	-586	564	PE	78.34	30.44	26.97	13.90
筹资成本	314	-114	-147	-213	PEG	0.84	0.32	0.29	0.15
其他	-626	0	0	0	PB	2.51	2.34	1.50	1.34
筹资活动现金流净额	201	852	1380	350	EV/EBITDA	46.71	15.34	9.58	5.57
现金净流量	-398	-228	520	694	ROE	3.2%	7.7%	7.2%	12.4%

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，西方经济学硕士；长江证券研究部行业首席分析师。2008 年 5 月加盟长江证券研究部，研究领域航运和港口行业。从事行业研究工作 6 年。

韩轶超，上海交通大学金融学学士，金融学硕士，交通运输行业助理研究员。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。