

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

分析师 SAC 执业编号: S1130511030034
(8621)61038319
ligh@gjzq.com.cn

黄金香

分析师 SAC 执业编号: S1130511030022
(8621)61038325
huangjx@gjzq.com.cn

运力结构优化, 业绩受 BDI 影响减少

事件

中远航运发布业绩快报, 1 季度收入 11.2 亿元, 同比增长 20.4%, 归属上市公司股东的净利润 8135 万, 同比增长 57.5%, 折合摊薄后每股盈利 0.05 元, 由于燃油成本超预期上升的原因, 业绩略低于我们的预期;

评论

成本压力下业绩环比略有下降: 2011 年 1 季度业绩扣除非经常损益后每股盈利 0.05 元, 环比 2010 年 4 季度业绩低 26%, 我们认为这主要是受 BDI 环比下跌 43%、燃油价格环比上升 23.4%和拆船收益减少的影响。考虑以上因素之后, 我们认为公司 1 季度多用途船的出口运输价格应该是有所提升的, 对冲了部分回程运费下跌和燃油成本上升的不利影响;

船型结构变化导致业绩仍同比增长: 虽然公司的业绩环比有所下滑, 但同比依然是增长的。今年 1 季度的 BDI 同比下降了 55%, 燃油价格同比上涨了 27.5%, 但即使如此, 公司的营业利润率仍提升了 5.2 个百分点至 9.1%。我们认为这是由于船型结构变化的影响, 盈利能力低、受 BDI 波动影响较大的杂货船的运量占比从 10 年 1 季度的 17.7%下降至 11 年 1 季度的 16.6%, 而高端的半潜船和重吊船的运量占比则分别从 10 年 1 季度的 0.1%和 2.5%上升至 2.5%和 8%, 这和我们去年的观点一致, 船型结构的变化将最终使公司盈利能力的提升;

运力增加带动重吊船和半潜船的运力大幅增长: 1 季度多用途船的运量仅同比增长 0.3%, 但处于比较正常的水平。重吊船的半潜船则由于运力增加的原因, 运量分别同比增长了 253%和 327%, 其中半潜船的运量在新的 5 万吨半潜船投入运营的拉动下, 在 3 月份创下历史的最高值。公司在今年仍有重吊船和半潜船的运力陆续投放, 我们预计未来 3 个季度这两个船型的运量仍将有明显的增长, 进一步提升总体盈利水平;

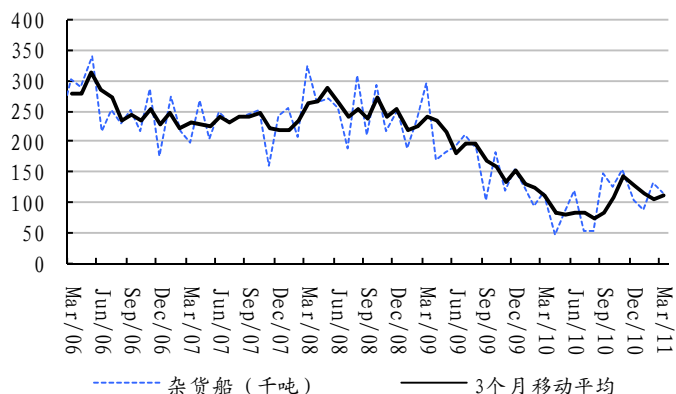
看好公司中长期发展: 公司未来几年多用途船的运力增长较慢, 新增运力将以替换老旧船型为主, 结构的改变将使公司多用途船队盈利能力的好转。而随着重吊船运力的增长, 我们预计到 2012 年该船型的毛利水平将达 2009 年的 4 倍, 对公司总体毛利的贡献比例将从今年的 12%上升至 23%, 同时新投放 5 万载重吨的半潜船将帮助公司向更高端的运输/安装业务发展;

投资建议

我们预计公司 11-12 年净利润分别 5.0 和 7.3 亿元, 同比增速为 43%和 47%, 对应摊薄后 EPS 分别为 0.29 和 0.43 元。我们认为 1 季度在高油价和低运价的双重影响下, 将是公司全年度的业绩低点, 预计未来 3 个季度的盈利将环比提升, 同时公司重吊船运力的高速发展以及多用途船运价的提升将支撑盈利水平的好转, 维持“买入”评级;

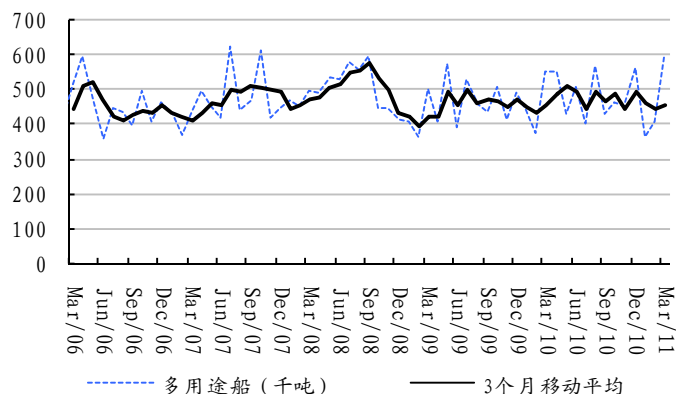
公司 1 季度各船型运量统计

图表1：杂货船运力持续减少导致运量萎缩

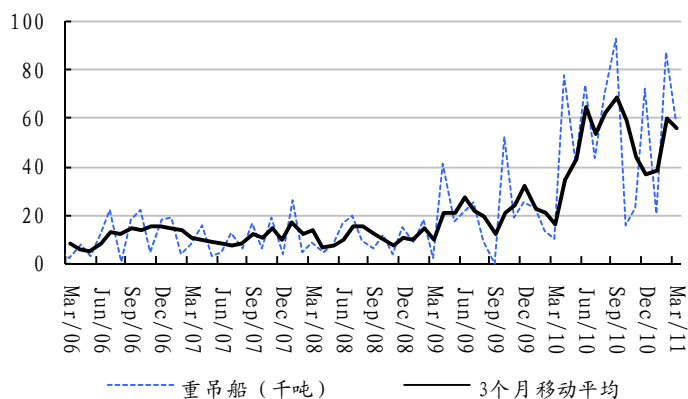


来源：国金证券研究所，公司资料

图表2：多用途船运力与去年基本持平

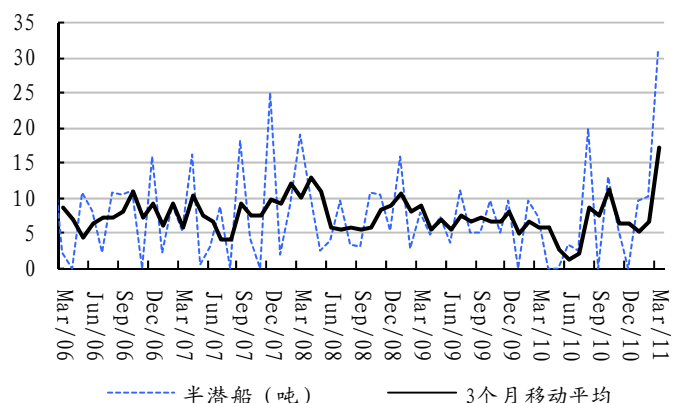


图表3：1-3 月重吊船运量大幅增长 254%

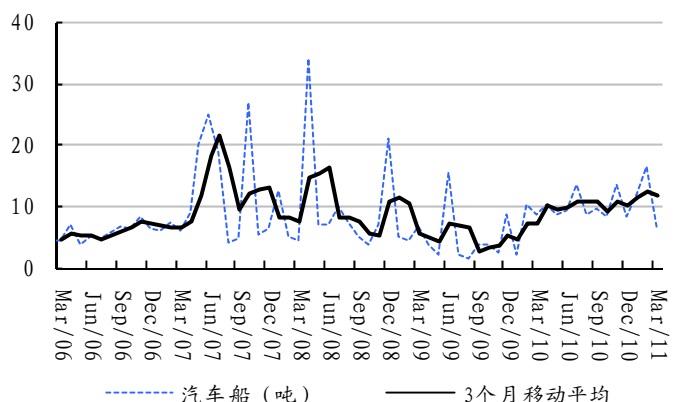


来源：国金证券研究所，公司资料

图表4：半潜船运量触大幅反弹

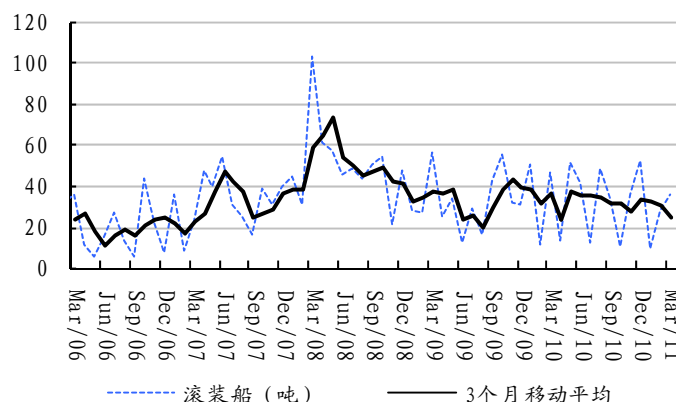


图表5：汽车船1-3 月运量同比增加 64%



来源：国金证券研究所，公司资料

图表6：滚装船1-3 月运量同比减少 33%



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	52
运输量（千吨）	5654	5389	5603	6006	5471	5719	5834	6300
增长率（YOY）	28%	-5%	4%	7%	-9%	5%	2%	8%
销售收入（百万元）	2279	2317	3172	4100	2117	2688	2797	3150
增长率（YOY）	79%	2%	37%	29%	-48%	27%	4%	13%
毛利率	33%	26%	32%	34%	7%	18%	17%	24%
毛利（百万元）	760	608	1003	1386	153	484	475	756
增长率（YOY）	63%	-20%	65%	38%	-89%	215%	-2%	59%
占主营业务利润比重	61%	57%	60%	68%	41%	74%	52%	59%
重吊船								
运力（艘）	4	4	4	4	5	8	13	15
运输量（千吨）	180	133	120	135	242	558	836	1,422
增长率（YOY）	-1%	-26%	-10%	12%	79%	131%	50%	70%
销售收入（百万元）	180	229	257	219	306	307	497	929
增长率（YOY）	34%	27%	12%	-15%	40%	0%	62%	87%
毛利率	47%	52%	61%	57%	38%	25%	25%	30%
毛利（百万元）	85	120	157	125	117	77	124	279
增长率（YOY）	137%	40%	32%	-20%	-7%	-35%	62%	124%
占主营业务利润比重	7%	11%	9%	6%	31%	12%	14%	22%
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	153	184
增长率（YOY）	-24%	63%	-3%	-3%	-2%	-30%	150%	20%
销售收入（百万元）	274	317	345	361	378	214	509	641
增长率（YOY）	51%	16%	9%	5%	5%	-43%	138%	26%
毛利率	50%	64%	53%	60%	50%	28%	30%	33%
毛利（百万元）	138	204	184	216	191	60	293	211
增长率（YOY）	150%	47%	-10%	17%	-12%	-69%	388%	-28%
占主营业务利润比重	11%	19%	11%	11%	51%	9%	32%	17%
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	405	405
增长率（YOY）	4%	15%	77%	56%	-36%	6%	0%	0%
销售收入（百万元）	57	112	161	627	398	223	445	445
增长率（YOY）	-16%	99%	44%	289%	-37%	-44%	100%	0%
毛利率	21%	25%	24%	10%	-2%	3%	-10%	3%
毛利（百万元）	12	28	38	61	-9	6	-45	11
增长率（YOY）	30%	138%	37%	60%	-115%	-159%	-900%	-125%
占主营业务利润比重	1%	3%	2%	3%	-3%	1%	-5%	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	100%
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	1038	0
增长率（YOY）	93%	-14%	-10%	9%	-27%	-45%	-15%	0
销售收入（百万元）	845	679	845	1063	401	733	530	0
增长率（YOY）	156%	-20%	24%	26%	-62%	83%	-28%	0
毛利率	26%	10%	28%	19%	-20%	3%	-10%	0
毛利（百万元）	223	66	236	202	-80	22	53	0
增长率（YOY）	105%	-70%	258%	-14%	-140%	-127%	141%	0
占主营业务利润比重	18%	6%	14%	10%	-21%	3%	6%	0%
合计								
销售收入（百万元）	3742	3848	5238	6645	3690	4390	5001	5389
增长率（YOY）	84%	3%	36%	27%	-44%	19%	14%	8%
毛利率	33%	28%	32%	31%	10%	15%	18%	24%
毛利（百万元）	1244	1063	1680	2027	376	655	912	1280
增长率（YOY）	83%	-15%	58%	21%	-81%	74%	39%	40%
运量（千吨）	9,719.92	9,003.70	9,136.10	10,010.08	8,470.62	8,077.52	8,390.52	8,434.84
	44%	-7%	1%	10%	-15%	-5%	4%	1%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

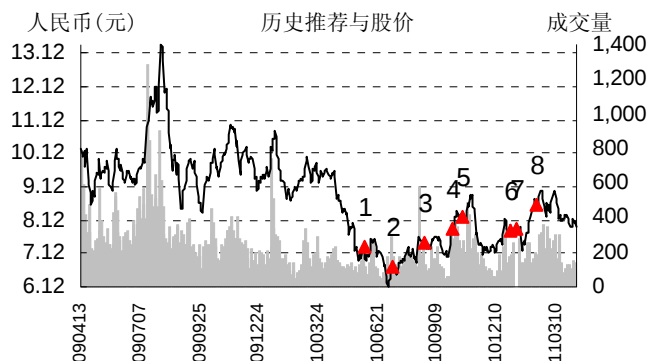
损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	5,325	6,901	3,902	4,390	5,001	5,389	货币资金	921	2,704	2,293	1,609	1,082	881
增长率		29.6%	-43.5%	12.5%	13.9%	7.8%	应收款项	217	155	110	147	168	181
主营业务成本	-3,622	-4,794	-3,515	-3,736	-4,089	-4,109	存货	135	143	125	123	134	135
% 销售收入	68.0%	69.5%	90.1%	85.1%	81.8%	76.3%	其他流动资产	183	186	142	189	206	207
毛利	1,704	2,107	386	655	912	1,280	流动资产	1,457	3,189	2,671	2,068	1,590	1,404
% 销售收入	32.0%	30.5%	9.9%	14.9%	18.2%	23.7%	% 总资产	29.1%	44.8%	36.5%	27.3%	20.1%	16.3%
营业税金及附加	-80	-107	-57	-44	-25	-27	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	-50	-54	% 总资产	70.0%	54.6%	62.8%	71.9%	79.1%	82.9%
% 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	-250	-243	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%	79.9%	83.7%
息税前利润 (EBIT)	1,398	1,688	57	304	587	956	资产总计	5,004	7,125	7,328	7,571	7,914	8,624
% 销售收入	26.2%	24.5%	1.5%	6.9%	11.7%	17.7%	短期借款	82	198	583	648	533	620
财务费用	-45	21	25	27	13	3	应付款项	739	761	631	640	704	715
% 销售收入	0.9%	-0.3%	-0.6%	-0.6%	-0.3%	0.0%	其他流动负债	254	275	231	324	347	413
资产减值损失	-7	4	-6	-1	0	0	流动负债	1,075	1,234	1,445	1,612	1,584	1,747
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%	0.8%	0.5%	负债	1,595	2,674	3,058	2,948	2,920	3,085
营业利润	1,357	1,736	82	382	604	964	普通股股东权益	3,338	4,366	4,233	4,590	4,962	5,507
营业利润率	25.5%	25.2%	2.1%	8.7%	12.1%	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	7,914	8,624
税前利润	1,470	1,731	128	417	619	969	比率分析						
利润率	27.6%	25.1%	3.3%	9.5%	12.4%	18.0%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-379	-268	-7	-75	-124	-242	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	0.293	0.430
净利润	1,091	1,462	121	342	496	727	每股净资产	5.095	3.332	3.231	3.503	3.786	4.202
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	0.536	0.743
归属于母公司的净利润	1,074	1,448	136	347	496	727	每股股利	0.700	0.400	0.000	0.066	0.095	0.139
净利率	20.2%	21.0%	3.5%	7.9%	9.9%	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%	9.99%	13.20%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	21.46%	20.33%	1.85%	4.58%	6.26%	8.43%
净利润	1,091	1,462	121	342	496	727	投入资本收益率	25.87%	23.43%	0.84%	3.77%	6.84%	9.57%
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%	13.90%	7.77%
非经营收益	-53	32	-41	-312	19	28	EBIT增长率	71.01%	20.78%	-96.60%	428.72%	93.33%	62.95%
营运资金变动	-6	51	-70	-66	0	4	净利润增长率	74.49%	34.86%	-90.64%	155.98%	42.86%	46.65%
经营活动现金净流	1,187	1,677	160	119	702	973	总资产增长率	19.51%	42.39%	2.86%	3.31%	4.54%	8.96%
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	264.0	264.6
债权募资	-96	1,232	511	65	-115	87	偿债能力						
其他	-350	-659	-316	58	-126	-162	净负债/股东权益	-13.97%	-30.14%	-8.76%	8.12%	15.78%	19.44%
筹资活动现金净流	-446	573	196	124	-240	-75	EBIT利息保障倍数	30.8	-79.9	-2.3	-11.3	-46.5	-364.7
现金净流量	12	1,725	-405	-684	-527	-201	资产负债率	31.87%	37.52%	41.73%	38.94%	36.90%	35.77%

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
8	2011-02-13	买入	8.61	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)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
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: 201204	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 921 室