

中远航运 (600428.SH) 水上运输行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

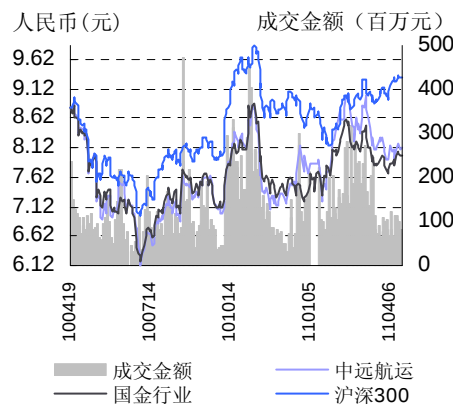
市价(人民币): 8.12元

业绩步入快速增长轨道

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,690.45
总市值(百万元)	13,726.42
年内股价最高最低(元)	9.03/6.12
沪深 300 指数	3359.44
上证指数	3057.33



相关报告

- 《运力结构优化,业绩受 BDI 影响减少》, 2011.4.12
- 《春节因素导致运量下跌,实际运营情况良好》, 2011.2.13
- 《业绩快报点评》, 2011.1.7

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

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.103	0.259	0.292	0.440	0.574
每股净资产(元)	3.23	3.45	3.85	3.69	4.25
每股经营性现金流(元)	0.12	0.46	0.22	0.81	1.05
市盈率(倍)	102.03	32.15	27.81	18.47	14.14
行业优化市盈率(倍)	15.31	15.31	15.31	15.31	15.31
净利润增长率(%)	-90.64%	150.89%	45.20%	50.57%	30.63%
净资产收益率(%)	3.20%	7.52%	9.79%	15.35%	17.43%
总股本(百万股)	1,310.42	1,310.42	1,690.45	1,690.45	1,690.45

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 中远航运发布 2010 年业绩, 公司全年收入 44.1 亿元, 同比增长 13%; 实现归属于上市公司净利润 3.4 亿, 同比增长 151%, 折合每股收益 0.26 元, 与业绩快报基本一致;

经营分析

- 多用途船为带动全年业绩增长的主力:** 1-12 月多用途船的运量同比增加 4.5%, 4 季度环比增加 5.5%。全年多用途船的运价持续好转, 同时新投放的多用途船盈利能力好于老旧的船型, 带动毛利率将比 09 年增加近 10 个百分点至约 16.5%。多用途船对毛利的贡献率从 2009 年的 41% 上升至 2010 年的 70%;
- 重吊船周期滞后, 运价下跌使业绩略低于 09 年:** 受运力增长带动, 公司重吊船队 2010 年运量大幅增长 130%, 但由于大型建设工程有明显的滞后性, 影响重吊船的需求, 导致运价下跌。2010 年重吊船的毛利率比 2009 年下降约 15 个百分点至 24% 左右, 但 2010 年 2 季度开始毛利率已经开始逐步回升。按现有订单计算, 预计到 2013 年公司重吊船运力(按载重吨算)将比 2009 增加 4 倍, 将继续带动运量大幅增长, 是公司未来业绩增长的主要来源之一;
- 公司未来几年盈利将大幅增长:** 1) 重吊船、半潜船的运力将明显增加; 2) 运力结构变化, 盈利能力强的多用途船、重吊船和半潜船占比加大; 3) 2010 年毛利率水平为 16.5%, 而 04-08 年公司的毛利率平均水平为 31%, 我们预计随着经济恢复带动需求好转, 公司毛利率水平有大幅上涨空间;

盈利调整

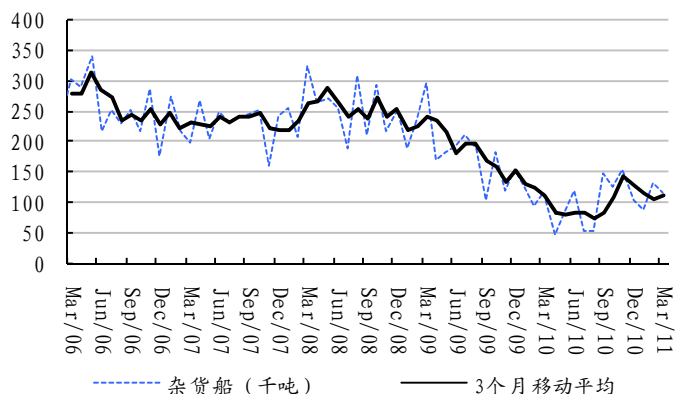
- 我们预计公司 11-13 年分别实现净利润 4.9、7.4 和 9.7 亿元, 相当于配股摊薄后 EPS 分别为 0.29、0.44 和 0.57 元, 净利润同比增长 45%、51% 和 31%;

投资建议

- 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, 现在正处于向上周期的初始阶段, 目前股价对应 11、12 年 PE 为 27.8 和 18.5 倍, 维持“买入”评级;

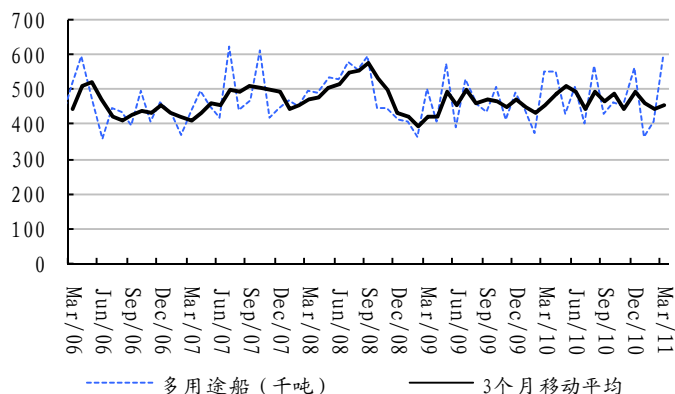
公司 1 季度各船型运力统计

图表1：杂货船运力持续减少导致运量萎缩

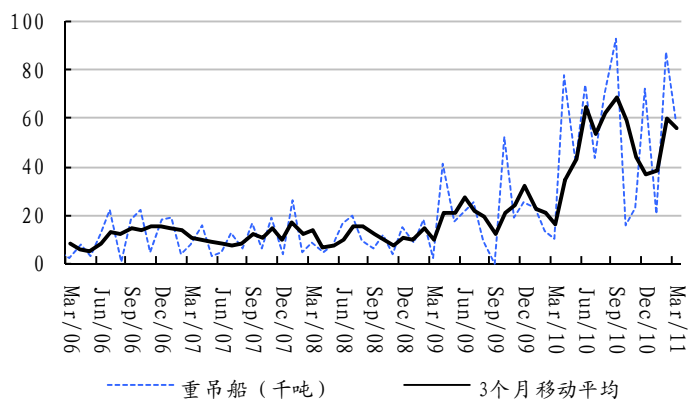


来源：国金证券研究所，公司资料

图表2：多用途船运力与去年基本持平

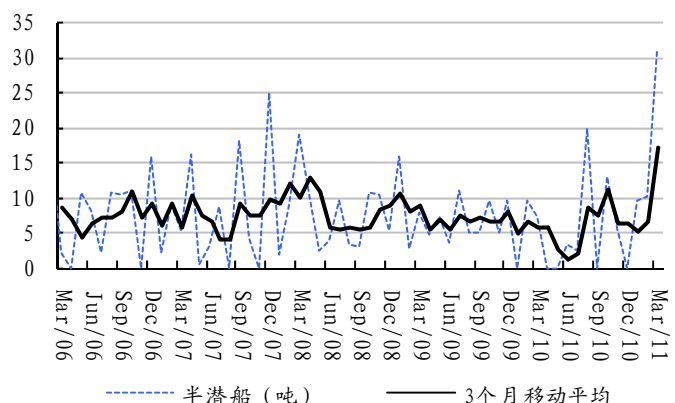


图表3：1-3 月重吊船运量大幅增长 254%

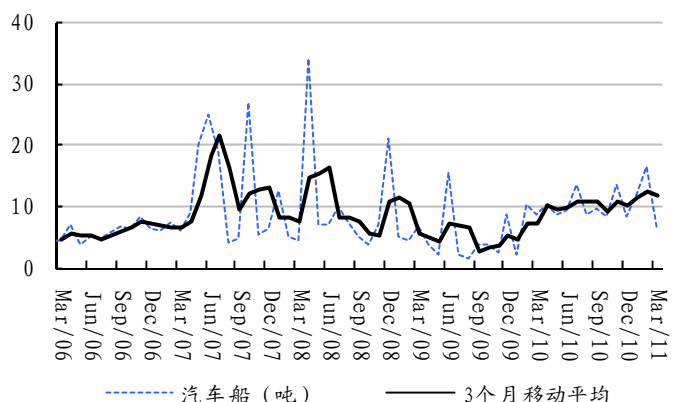


来源：国金证券研究所，公司资料

图表4：半潜船运量触大幅反弹

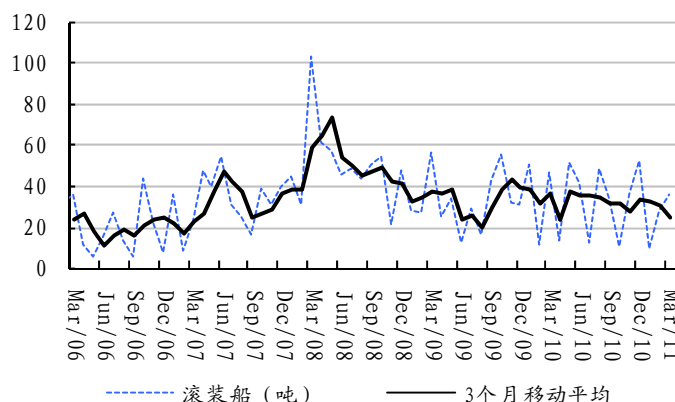


图表5：汽车船1-3 月运量同比增加 64%



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%

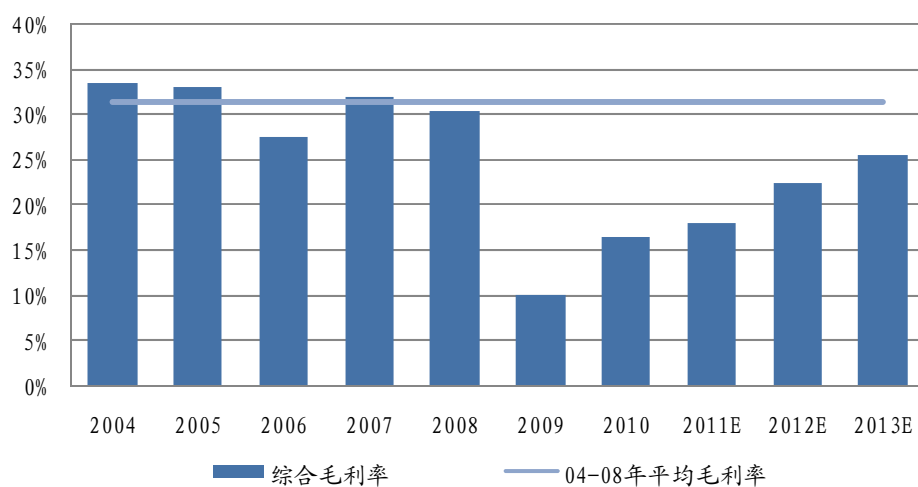


图表7：公司各船型盈利预测（2010E-2012E）

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
多用途船									
运力（艘）	46	47	47	49	44	45	47	52	56
运输量（千吨）	5654	5389	5603	6006	5471	5719	5834	6417	6866
增长率（YOY）	28%	-5%	4%	7%	-9%	5%	2%	10%	7%
销售收入（百万元）	2279	2317	3172	4100	2117	2593	2777	3208	3639
增长率（YOY）	79%	2%	37%	29%	-48%	22%	7%	16%	13%
毛利率	33%	26%	32%	34%	7%	19%	15%	19%	22%
毛利（百万元）	760	608	1003	1386	153	483	417	610	801
增长率（YOY）	63%	-20%	65%	38%	-89%	214%	-14%	46%	31%
占主营业务利润比重	61%	57%	60%	68%	41%	70%	45%	46%	46%
重吊船									
运力（艘）	4	4	4	4	5	8	13	15	20
运输量（千吨）	180	133	120	135	242	558	836	1,255	1,479
增长率（YOY）	-1%	-26%	-10%	12%	79%	131%	50%	50%	18%
销售收入（百万元）	180	229	257	219	306	386	637	1,052	1,364
增长率（YOY）	34%	27%	12%	-15%	40%	26%	65%	65%	30%
毛利率	47%	52%	61%	57%	38%	24%	21%	28%	29%
毛利（百万元）	85	120	157	125	117	92	134	294	395
增长率（YOY）	137%	40%	32%	-20%	-7%	-22%	46%	120%	34%
占主营业务利润比重	7%	11%	9%	6%	31%	13%	15%	22%	23%
半潜船									
运力（艘）	3	3	3	3	2	3	4	5	0
运输量（千吨）	58	95	92	90	88	61	153	214	257
增长率（YOY）	-24%	63%	-3%	-3%	-2%	-30%	150%	40%	20%
销售收入（百万元）	274	317	345	361	378	222	555	777	933
增长率（YOY）	51%	16%	9%	5%	5%	-41%	150%	40%	20%
毛利率	50%	64%	53%	60%	50%	42%	42%	47%	48%
毛利（百万元）	138	204	184	216	191	94	376	365	448
增长率（YOY）	150%	47%	-10%	17%	-12%	-51%	300%	-3%	23%
占主营业务利润比重	11%	19%	11%	11%	51%	14%	41%	28%	26%
滚装船									
运力（艘）	3	3	3	3	3	3	3	3	3
运输量（千吨）	188	218	386	601	383	405	405	405	405
增长率（YOY）	4%	15%	77%	56%	-36%	6%	0%	0%	0%
销售收入（百万元）	57	112	161	627	398	207	445	445	445
增长率（YOY）	-16%	99%	44%	289%	-37%	-48%	116%	0%	0%
毛利率	21%	25%	24%	10%	-2%	0%	-10%	3%	10%
毛利（百万元）	12	28	38	61	-9	0	-45	11	45
增长率（YOY）	30%	138%	37%	60%	-115%	-104%	-11730%	-125%	300%
占主营业务利润比重	1%	3%	2%	3%	-3%	0%	-5%	1%	3%
汽车船									
运力（艘）	4	5	5	5	3	3	3	3	3
运输量（千吨）	55	69	141	125	61	113	124	124	124
增长率（YOY）	111%	24%	106%	-11%	-51%	85%	10%	0%	0%
销售收入（百万元）	107	193	458	275	89	230	279	307	337
增长率（YOY）	154%	80%	137%	-40%	-67%	158%	21%	10%	10%
毛利率	25%	19%	13%	13%	5%	2%	1%	10%	12%
毛利（百万元）	26	38	60	36	4	4	3	31	40
增长率（YOY）	395%	43%	61%	-40%	-88%	-13%	NA	1000%	32%
占主营业务利润比重	2%	4%	4%	2%	1%	1%	0%	2%	2%
杂货船									
运力（艘）	30	23	20	20	11	8	5	0	0
运输量（千吨）	3584	3100	2795	3053	2225	1222	1038	0	0
增长率（YOY）	93%	-14%	-10%	9%	-27%	-45%	-15%	0	0
销售收入（百万元）	845	679	845	1063	401	521	377	0	0
增长率（YOY）	156%	-20%	24%	26%	-62%	30%	-28%	0	0
毛利率	26%	10%	28%	19%	-20%	3%	-15%	0	0
毛利（百万元）	223	66	236	202	-80	16	38	0	0
增长率（YOY）	105%	-70%	258%	-14%	-140%	-120%	140%	0	0
占主营业务利润比重	18%	6%	14%	10%	-21%	2%	4%	0%	0%
合计									
销售收入（百万元）	3742	3848	5238	6645	3690	4160	5071	5790	6718
增长率（YOY）	84%	3%	36%	27%	-44%	13%	22%	14%	16%
毛利率	33%	28%	32%	31%	10%	17%	18%	23%	26%
毛利（百万元）	1244	1063	1680	2027	376	688	922	1311	1729
增长率（YOY）	83%	-15%	58%	21%	-81%	83%	34%	42%	32%
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	8,414.82	9,131.05
	44%	-7%	1%	10%	-15%	-5%	4%	0%	9%

来源：国金证券研究所

图表8：公司毛利率水平仍有明显上升空间



来源：国金证券研究所，公司资料

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）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	6,901	3,902	4,407	5,071	5,790	6,718
增长率		-43.5%	12.9%	15.1%	14.2%	16.0%
主营业务成本	-4,794	-3,515	-3,757	-4,149	-4,478	-4,989
% 销售收入	69.5%	90.1%	85.3%	81.8%	77.4%	74.3%
毛利	2,107	386	650	922	1,311	1,729
% 销售收入	30.5%	9.9%	14.7%	18.2%	22.6%	25.7%
营业税金及附加	-107	-57	-32	-51	-29	-34
% 销售收入	1.6%	1.5%	0.7%	1.0%	0.5%	0.5%
营业费用	-37	-52	-36	-51	-58	-67
% 销售收入	0.5%	1.3%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-275	-220	-260	-304	-289	-302
% 销售收入	4.0%	5.6%	5.9%	6.0%	5.0%	4.5%
息税前利润（EBIT）	1,688	57	322	516	935	1,326
% 销售收入	24.5%	1.5%	7.3%	10.2%	16.1%	19.7%
财务费用	21	25	39	-15	-26	-41
% 销售收入	-0.3%	-0.6%	-0.9%	0.3%	0.4%	0.6%
资产减值损失	4	-6	-1	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	23	5	0	68	5	5
% 税前利润	1.3%	4.3%	0.0%	11.2%	0.5%	0.4%
营业利润	1,736	82	360	568	914	1,290
营业利润率	25.2%	2.1%	8.2%	11.2%	15.8%	19.2%
营业外收支	-5	46	57	35	15	5
税前利润	1,731	128	418	603	929	1,295
利润率	25.1%	3.3%	9.5%	11.9%	16.0%	19.3%
所得税	-268	-7	-81	-115	-186	-324
所得税率	15.5%	5.1%	19.4%	19.0%	20.0%	25.0%
净利润	1,462	121	337	489	743	971
少数股东损益	14	-14	-3	-5	0	0
归属于母公司的净利润	1,448	136	340	494	743	971
净利率	21.0%	3.5%	7.7%	9.7%	12.8%	14.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1,462	121	337	489	743	971
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	132	150	169	218	250	277
非经营收益	32	-41	-15	-226	73	75
营运资金变动	51	-70	110	-191	-6	54
经营活动现金净流	1,677	160	601	289	1,061	1,377
资本开支	-547	-764	-1,735	-978	-994	-1,105
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	22	4	0	68	5	5
投资活动现金净流	-525	-760	-1,735	-911	-989	-1,100
股权募资	0	0	0	0	-756	0
债权募资	1,232	511	1,792	96	-269	-137
其他	-659	-316	-73	55	-216	-271
筹资活动现金净流	573	196	1,719	151	-1,241	-407
现金净流量	1,725	-405	586	-472	-1,169	-131

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	2,704	2,293	2,877	2,405	1,236	1,105
应收款项	155	110	149	170	194	225
存货	143	125	138	136	147	164
其他流动资产	186	142	156	209	226	251
流动资产	3,189	2,671	3,320	2,921	1,803	1,746
% 总资产	44.8%	36.5%	32.8%	27.9%	17.9%	16.0%
长期投资	41	41	41	42	41	41
固定资产	3,887	4,599	6,694	7,480	8,233	9,061
% 总资产	54.6%	62.8%	66.1%	71.5%	81.5%	83.3%
无形资产	3	3	6	14	21	27
非流动资产	3,935	4,657	6,799	7,538	8,297	9,131
% 总资产	55.2%	63.5%	67.2%	72.1%	82.1%	84.0%
资产总计	7,125	7,328	10,120	10,459	10,100	10,876
短期借款	198	583	1,325	1,421	1,152	1,014
应付款项	761	631	696	715	778	871
其他流动负债	275	231	405	391	436	527
流动负债	1,234	1,445	2,425	2,526	2,365	2,413
长期贷款	384	509	1,388	1,388	1,388	1,389
其他长期负债	1,056	1,104	1,750	1,476	1,476	1,476
负债	2,674	3,058	5,563	5,390	5,229	5,277
普通股股东权益	4,366	4,233	4,523	5,040	4,842	5,570
少数股东权益	85	37	34	29	29	29
负债股东权益合计	7,125	7,328	10,120	10,459	10,100	10,876

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	1.105	0.103	0.259	0.292	0.440	0.574
每股净资产	3.332	3.231	3.452	3.846	3.695	4.250
每股经营现金净流	1.318	0.123	0.456	0.220	0.809	1.050
每股股利	0.700	0.400	0.000	0.094	0.142	0.185
回报率						
净资产收益率	33.17%	3.20%	7.52%	9.79%	15.35%	17.43%
总资产收益率	20.33%	1.85%	3.36%	4.72%	7.36%	8.93%
投入资本收益率	23.43%	0.84%	2.88%	4.47%	8.42%	10.49%
增长率						
主营业务收入增长率	29.59%	-43.46%	12.95%	15.07%	14.18%	16.04%
EBIT增长率	20.78%	-96.60%	460.72%	60.41%	81.04%	41.80%
净利润增长率	34.86%	-90.64%	150.89%	45.20%	50.57%	30.63%
总资产增长率	42.39%	2.86%	38.09%	3.35%	-3.43%	7.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.9	9.1	8.1	8.0	8.0	8.0
存货周转天数	10.6	13.9	12.8	12.0	12.0	12.0
应付账款周转天数	43.6	55.9	52.0	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	129.0	248.3	322.6	322.5	298.4	269.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-30.14%	-8.76%	28.79%	37.08%	57.09%	49.56%
EBIT利息保障倍数	-79.9	-2.3	-8.2	35.2	36.5	32.4
资产负债率	37.52%	41.73%	54.97%	51.54%	51.78%	48.52%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	3	7	13	25
买入	1	1	1	2	11
持有	1	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.75	1.53	1.39	1.37

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-07-09	买入	6.71	N/A
2 2010-08-23	买入	7.45	N/A
3 2010-10-13	买入	7.85	N/A
4 2010-10-27	买入	8.24	N/A
5 2010-12-30	买入	7.83	11.40
6 2011-01-07	买入	7.86	N/A
7 2011-02-13	买入	8.61	N/A
8 2011-04-12	买入	8.09	N/A

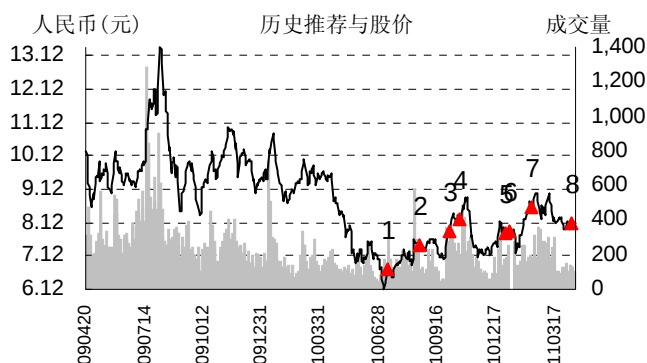
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室