

买入 维持

中远航运（600428）

2011 年 4 月 19 日

老旧船只加速淘汰，特种运输扬帆起航

交通运输行业高级分析师：钮宇鸣
SAC 执业证书编号：S0850203100053

ymniu@htsec.com

021-23219420

联系人

虞楠

yun@htsec.com

021-23219382

2011 年 4 月 18 日收盘价：8.12 元。目标价位：11.7 元

事件：

公司发布 2010 年年报。2010 年实现营业收入 44.07 亿元，同比增加 12.95%，净利润 3.4 亿元，基本每股收益 0.26 元，同比增加 150.89%。若按照公司最新股本摊薄，公司每股收益为 0.20 元。完全符合预期。

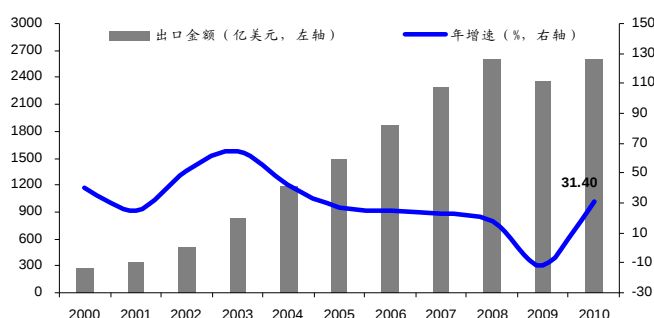
点评：

1. 我国机械设备出口大幅增长驱动公司盈利迅速增长

全球制造业向发展中国家转移正促进我国出口升级和高速增长。2010 年，我国机械设备出口额突破 3000 亿美元，较金融危机时期的 09 年大幅增长 31.4%（参见图 1）。今年 1 季度，同比增速仍接近 20%。2010 年，我国钢材产品出口累计同比增速达到 65.3%，今年 1 季度，钢材设备出口继续强劲势头，单季度累计同比增速为 55.1%。分月度看，除了 2 月份受春节因素影响出口增速有所回落外，1、3 月份同比增速分别高达 43.9%和 84.6%（参见图 2）。

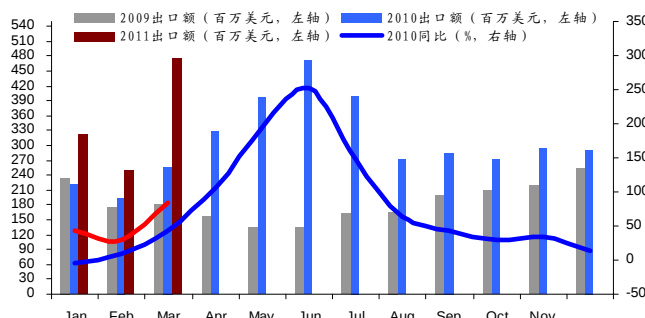
受益于企业加快“走出去”战略，公司特种运输盈利快速反弹。公司净利润自 2009 年 4 季度以来出现大幅增长（参见图 3）。我们认为，利润的大幅反弹源于主营收入中占比最大的多用途船市场的率先复苏（参见图 4）。截止 2010 年底，公司多用途船收入占比达到 62.34%，为所有船型中最高。与此同时，随着周期相对滞后，但毛利率更高的半潜船和重吊船市场的启稳反弹，公司业务将迎来全面、高速增长。事实上，今年 1 季度，在杂货船运量同比仅增长 0.28% 的同时，公司重吊船和半潜船分部运量却实现同比 253.77% 和 202.89% 的大幅增长。目前，上述两种高毛利船型所承运的货量在总运量中的比重已经接近 11%；其中，由于今年公司新型 5 万吨级半潜船的正式运营，半潜船货量增长尤为明显。随着公司重吊船和半潜船在今年的较密集交付，我们预计，相关特种运输货量在 2011 年将实现快速增长，将为公司业绩提升提供有力保障。

图 1 2010 年我国机械设备出口额实现了高增长



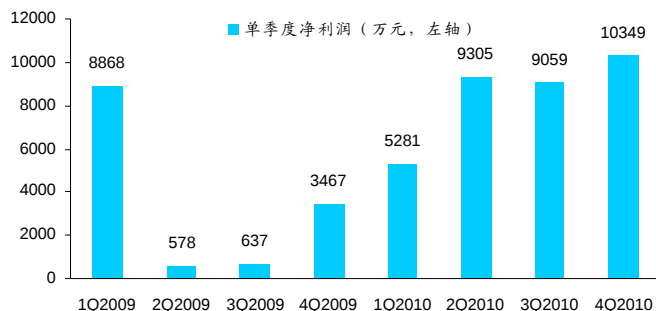
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 2 我国钢材出口月度同比大幅增长的势头持续



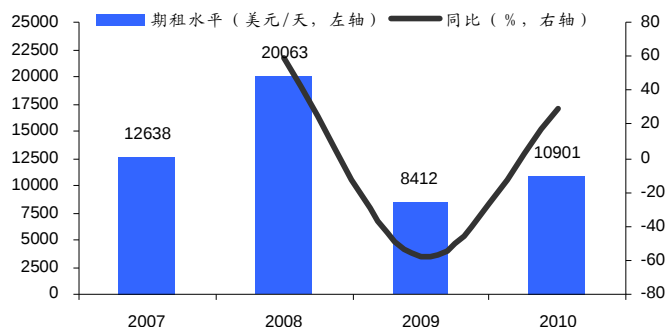
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 3 金融危机复苏以来公司净利润出现大幅增长



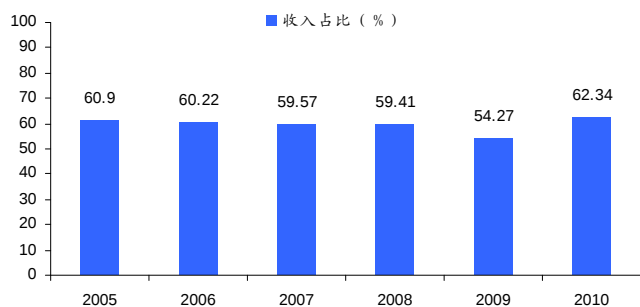
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 4 多用途船的期租水平出现明显复苏



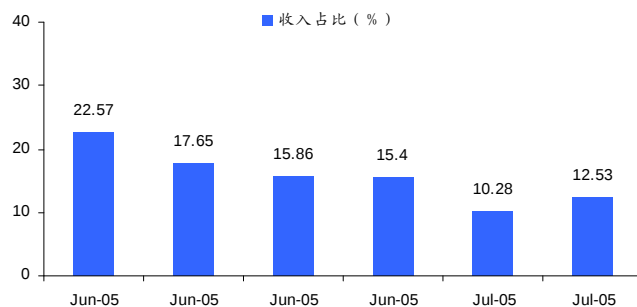
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 5 多用途船在公司收入占据主导地位



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 6 杂货船收入贡献总体呈现逐年下降的趋势



资料来源：公司公告，海通证券研究所

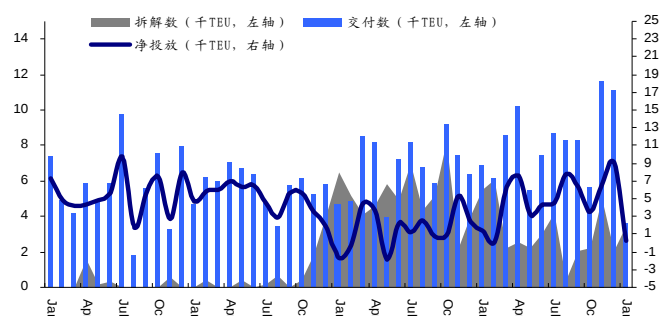
2. 行业供给压力不大，公司加快船队转型

行业方面，在危机复苏的 2010 年，多用途船市场运力净投放仅比 2009 年增加 25 艘/41420TEU。2010 年底，多用途船在手订单数为 730 万 DWT，同比减少 10.96%。在手订单占运力比重从 09 年的 30.98% 进一步下降至 27.37%。可以说，行业运力投放压力不大。

公司方面，截止 2010 年，公司自有船只 61 艘，船龄达到 18.6 年，船龄偏老的现象尤为明显，主要集中在杂货船和近 70% 的多用途船。公司在 2007 年订造 8 艘 2.8 万吨级重吊船，以及在 2010 年船价底部续订的 10 艘多用途船和 8 艘重吊船除少数已交付使用外，密集交付期将出现在今后三年。同时，公司近几年正加速淘汰老旧船只，其中 2010 年处置旧船带来的非流动资产处置净收益为 5368 万元。

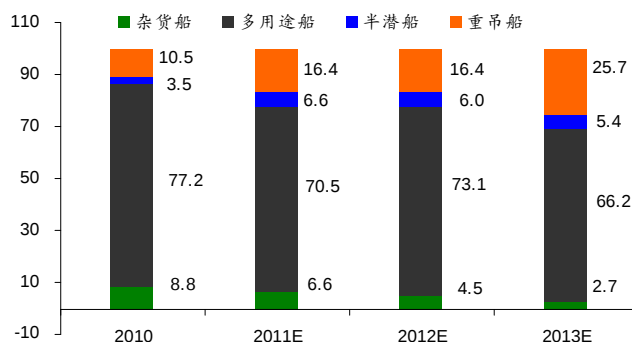
从主力船型的变化来看，到 2013 年，1) 杂货船将基本淘汰完毕；2) 多用途船中新船将占据较大比重；3) 新型重吊船数量将达到 20 艘，并将具备 400 吨和 700 吨两种大功率起吊能力，成为公司未来特种运输领域的主力船型之一；4) 将形成 2 艘 18000 吨级和 2 艘 50000 吨级搭配的半潜船队，规模效益明显，盈利能力突出。

图 7 多用途船运力净投放波动不大



资料来源：Clarkson，海通证券研究所

图 8 公司今后几年预计主要船型在运力中占比（%）情况



资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 1 中远航运 2013 年特种船交船计划

船型	现有规模（艘）	在建订单（艘）	交船期				2013 年规模
			2010	2011	2012	2013	
多用途船	44	11	3	4	6		50
重吊船	6	14	2	4	1	8	20
半潜船	2	2		2			4
合计							74

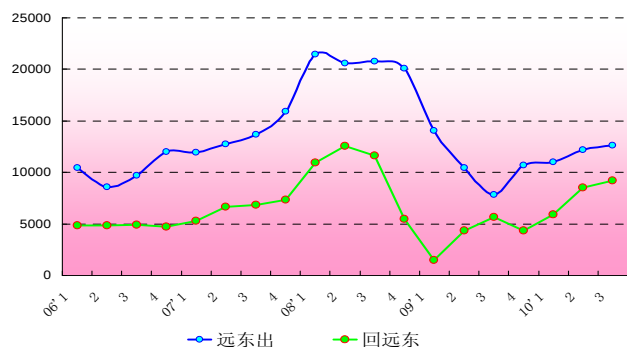
注：蓝色标记部分为公司 2010 年订购的 700 吨吊杆能力的船只；绿色为 2007 年下单的船只
资料来源：公司公告，海通证券研究所

3. 运价提升为盈利保驾护航，期间费用下降乃锦上添花

公司运价水平和期租水平全面回升。2010 年，公司平均运价为 53.1 美元/吨，同比上涨 34%。我们预计，公司远东出和远东回的平均期租水平应该分别反弹超过 12000 美元/天和 8000 美元/天，同比分别上涨约 10% 和 100%。公司 2010 年在传统航线（波斯湾、红海、欧洲和非洲航线）实现由运价回暖带来收入大幅增长的同时，南美航线也开始快速成长。我们认为，2011 年上述航线，尤其是波斯湾、红海航线将继续成为利润贡献重点。

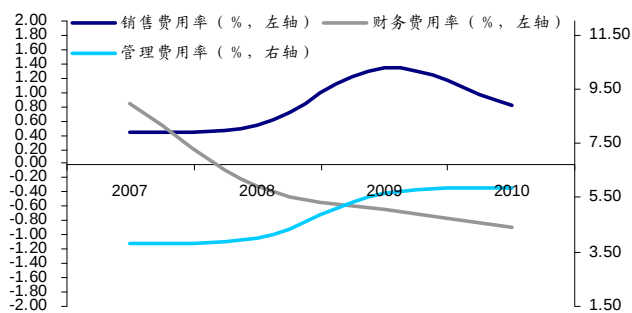
管理费用稳定，销售和财务费用明显下降。2010 年，公司加大营销力度，致使直接货主比例提升，通过代理揽货减少。而得益于人民币升值，公司汇兑收益促使财务费用为负。

图 9 远东出和远东回期租水平明显回升



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 10 中远航运期间费用情况



资料来源：公司公告，海通证券研究所

4. 估值和投资建议

从相对估值角度来看，目前可比航运公司的平均PE约为 20 倍。相比而言，尽管公司目前 40 倍的静态PE偏高，但公司特种运输同传统杂货运输的低相关性和高增长性，将驱动公司未来几年业绩实现高增长，对应的动态估值水平有望呈逐年下降的趋势。截止 2010 年底，从公司承运的货种来看，和BDI相关的业务（指矿石、化肥农药、以及农林牧渔产品）比重仅为 20%左右。从来回程分析，去程货中和BDI相关性仅为 1.5%。未来随着船队的加快转型，承运货物和BDI的相关性有望进一步下降，这也是公司区别于传统散货航运，实现稳定高速增长的基本面因素。

目前燃油成本占据公司营业成本超过 30%，考虑到油价在 2011 年涨幅较大，且全年有可能维持在较高水平，我们略微下调对于公司今年的盈利预测，但中长期仍然看好公司的业绩表现。预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.31 元、0.51 元和 0.76 元，动态 PE 分别为 26.6 倍、16 倍和 10.7 倍。目标价仍为 11.7 元，维持“买入”评级。

5. 风险提示。特种运输市场需求低于预期，公司新船交付低于预期，油价高企。

财务报表分析和预测

价值评估（倍）	2010	2011E	2012E	2013E
P/E(动态)	40.0	26.6	16.0	10.7
PEG	0.72	0.48	0.29	0.19

收益率	2010	2011E	2012E	2013E
毛利率（%）	14.74	21.42	24.37	25.24
销售费用率（%）	0.82	1.00	1.00	1.00
管理费用率（%）	5.89	5.50	5.25	5.25
净利率（%）	9.48	11.46	14.62	16.33
EBIT/销售收入（%）	8.76	14.19	17.27	18.13
EBITDA/销售收入（%）	12.57	16.54	19.26	19.69
销售净利率（%）	9.48	11.46	14.62	16.33

资产获利率	2010	2011E	2012E	2013E
ROE（%）	7.46	10.34	14.41	17.65
ROA（%）	3.36	4.73	6.98	9.00

增长率	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入增长率（%）	12.95	32.98	30.66	33.77
EBIT 增长率（%）	270.49	115.54	59.02	40.38
EBITDA 增长率（%）	431.96	74.90	52.15	36.77
净利润增长率（%）	177.75	60.59	65.74	49.39
股东权益增长率（%）	150.89	55.80	65.74	49.39

资本结构	2010	2011E	2012E	2013E
资产负债率（%）	54.97	54.25	51.56	49.03
流动比率（倍）	1.37	0.99	1.18	1.40
速动比率（倍）	1.25	0.92	1.09	1.30

资产管理效率	2010	2011E	2012E	2013E
总资产周转率（次）	0.51	0.55	0.64	0.75
固定资产周转率（次）	1.35	1.51	1.97	2.64
应收账款周转率（次）	44.87	42.62	49.38	44.49
存货周转率（次）	28.47	30.74	31.83	32.54

资料来源：公司公告，海通证券研究所

注：每股收益按总股本 169045 万股计算。

利润表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	440678	586027	765695	1024269
营业成本	375718	460522	579107	765756
销售费用	3599	5860	7657	10243
管理费用	25952	32232	40199	53774
财务费用	-3938	19918	25357	22980
投资收益	0	0	500	500
营业利润	36026	61636	106218	161774
EBIT	38587	83169	132254	185658
折旧摊销	16817	13734	15181	15994
EBITDA	55404	96903	147435	201652
利润总额	41760	67136	111968	167274
所得税	8107	13091	22394	33455
少数股东损益	-343	1081	1791	2676
归属母公司的净利润	33995	52963	87783	131143
每股收益（元）	0.20	0.31	0.51	0.76

资产负债表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	287658	382536	499816	668604
应收款项	14907	20092	20674	37898
存货	13844	16118	20269	26801
流动资产	332021	438055	566422	767276
固定资产	389449	388761	388515	388766
总资产	1011970	1120089	1257210	1457315
应付账款	54596	69078	86866	114863
长期借款	313734	166596	167096	167596
总负债	556256	607673	648219	714504
股东权益	455714	512416	608991	742810
每股净资产（元）	5.99	6.63	7.44	8.62

现金流量表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	65127	90534	154659	186740
投资性现金净流量	-173457	-14818	-22936	-14245
筹资性现金净流量	176245	19163	-14443	-3709
现金流量净额	67915	94879	117280	168787

信息披露

分析师声明

钮宇鸣：交通运输行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：上港集团、中海发展、中国远洋、外运发展、盐田港、天津港、中远航运、南京港、长航油运、营口港、日照港、招商轮船等。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。