

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

管理层增持股份释放长期看好信号

事件描述

中远航运公布 2011 年 4 月生产数据：

- 2011 年 4 月，中远航运船队总计完成运量 75.7 万吨，同比上升 8.2%，环比下降 10.6%。其中三大主力船型（多用途船、重吊船和半潜船）运量均同比下降，不过杂货船、汽车船和滚装船运量同比增幅都在 100%以上。1-4 月，公司完成运量 278.4 万吨，同比上升 7.5%。
- 分船型看：多用途船完成运量 45.5 万吨，同比下降 17.5%，环比下降 23.7%；重吊船完成运量 3.9 万吨，同比下降 50.2%，环比下降 34.3%；半潜船本月没有完成运量，我们预计主要是上个月新交付的半潜船完成了航次，本月处于运量积累期；杂货船受到灵便型船市场复苏带动运量同比上升 295.1%；汽车船和滚装船受巴西航线开辟带动，运量同比分别增长 143.5%和 317.0%。
- 公司管理层高管近日累计动用个人资金 300 多万，增持股份 43.9 万股，增持后管理层累计持股数量达 97.7 万股。我们认为，此次高管集中增持公司股份，传递的是管理层对未来 3-5 年特种船行业与公司基本面看好以及认为公司股价被低估的一种信号，同时此举也可将管理层利益直接与投资者的利益紧密结合，起到长期激励效果。由于目前中国 A 股的上市公司无法进行股份回购，因此公司通过高管利用自有资金增持股份的方法来替代。高管上一次集中购买公司股份是在 2008 年 11 月，几乎是上一轮金融危机爆发后股价的最低点。
- 短期受到油价上涨、地区政治局势、地震海啸等自然灾害影响，公司 1 季度业绩 0.05 元，盈利受到部分冲击。不过随着 2011 年公司 3 大主力船型不断交付以及燃油和防海盗附加费的开征，公司今年业绩很可能出现逐季环比上升的局面。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。我们预计 2011-2013 年公司业绩分别为 0.30 元、0.58 元和 0.87 元，对应 PE 为 25.30 倍、12.98 倍和 8.57 倍，维持“推荐”评级。

事件评论

第一，非主力船型驱动运量增长

2011 年 4 月，中远航运船队总计完成运量 75.7 万吨，同比上升 8.2%，环比下降 10.6%。其中三大主力船型（多用途船、重吊船和半潜船）运量均同比下降，不过杂货船、汽车船和滚装船运量同比增幅都在 100% 以上。1-4 月，公司完成运量 278.4 万吨，同比上升 7.5%。

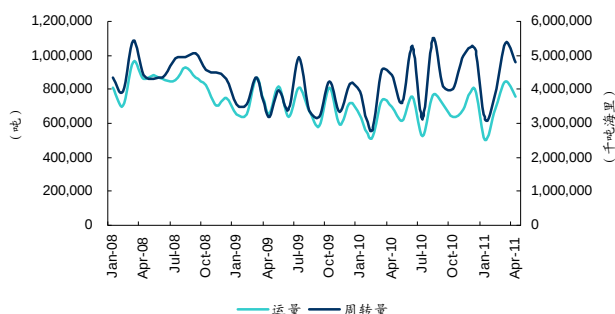
4 月公司完成周转量 48.0 亿吨海里，同比上升 8.8%，环比下降 10.3%。营运率为 98.2%，同比上升 3.5 个百分点；航行率 56.3%，同比下降 4.9 个百分点；载重率 64.6%，同比下降 8.7 个百分点；燃油单耗 6.9 千克/千吨海里，今年 1-4 月累计燃油单耗为 6.9 千克/千吨海里，与去年同期持平。

表 1：中远航运船队月度运营数据

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
Jan-10	641,301	3,946,685	97.6	61.1	65.7	6.6
Feb-10	511,748	2,792,421	97.0	61.9	55.4	8.1
Mar-10	736,612	4,568,544	97.6	60.8	66.5	7.2
Apr-10	699,115	4,409,905	94.7	61.2	73.3	5.9
May-10	613,734	3,614,982	91.8	59.7	77.7	5.8
Jun-10	754,388	5,298,340	97.8	62.1	59.0	6.9
Jul-10	525,052	3,120,086	95.9	54.7	71.4	6.5
Aug-10	767,548	5,511,233	95.5	61.2	73.6	6.7
Sep-10	712,069	4,096,080	96.0	58.9	49.1	6.8
Oct-10	635,059	4,030,798	97.4	53.9	61.4	7.1
Nov-10	680,782	4,980,962	96.9	62.9	72.4	6.5
Dec-10	800,114	5,212,035	98.3	58.7	54.5	6.9
Jan-11	499,288	3,099,511	99.0	56.8	71.3	6.8
Feb-11	680,824	3,874,810	97.3	51.7	61.2	7.4
Mar-11	846,749	5,349,913	98.7	58.1	53.1	6.7
Apr-11	756,698	4,796,965	98.2	56.3	64.6	6.9

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



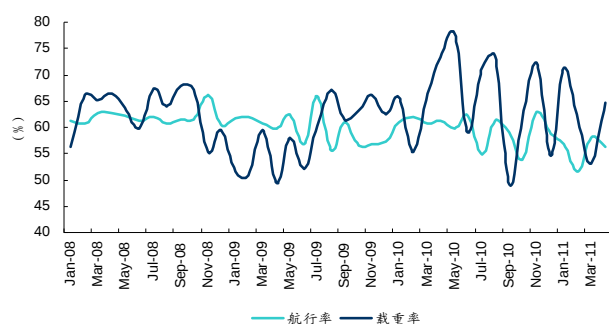
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：中远航运船队营运率



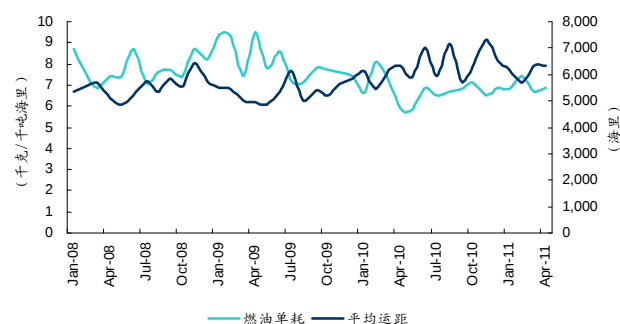
资料来源：公司公告，长江证券研究部

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，主力船型运量增幅放缓，公司开辟巴西汽车船航线

4 月，分船型运量方面：

多用途船完成运量 45.5 万吨，同比下降 17.5%，环比下降 23.7%，占总运量的 60.1%。另外，Clarksons 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%，环比维持。

重吊船完成运量 3.9 万吨，同比下降 50.2%，环比下降 34.3%，占总运量的 5.1%。4 月底，公司重吊船运力同比增加了 22.8%，而 1-4 月完成运量同比增长 64.3%。

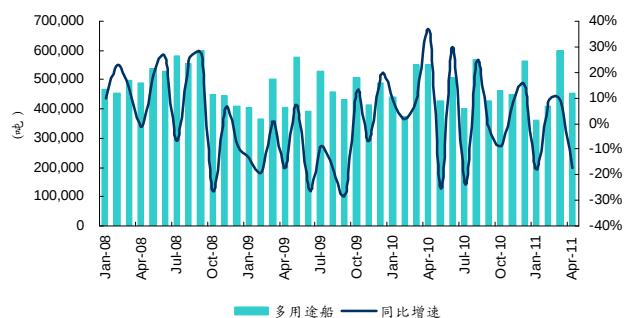
半潜船本月没有完成运量。我们预计主要是上个月新交付的半潜船完成了航次，本月处于运量积累期。4 月底，公司半潜船运力同比增加了 122%，而 1-4 月完成运量同比增长了 203%。半潜船市场滞后于经济复苏，2011 年，市场需求有较大改善。全球经济增长、高涨的油价以及新一轮钻井平台维修、更替高峰的来临，将推动半潜船市场迎来下一个高峰。公司 5 万吨半潜船初期仍以打品牌为主，积累超大型平台运输经验，为市场全面复苏打基础、做准备。

杂货船完成运量 18.2 万吨，同比上升 295.1%，环比上升 55.1%，占总运量的 24.1%。近期灵便型散货船市场景气度和运价略有反弹，4 月份 BHSI 指数的均值为 791，较 3 月回升 6.2%，带动公司杂货船运量回升。未来，公司将逐步淘汰该船型。

汽车船完成运量 2.5 万吨，同比上升 143.5%，环比上升 269.0%，占总运量的 3.4%。

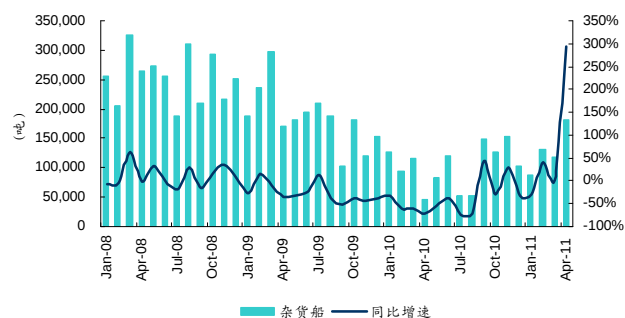
滚装船完成运量 5.5 万吨，同比上升 317.0%，环比上升 56.1%，占总运量的 7.3%。4 月，公司在上海外六汽车滚装码头装载了奇瑞及江淮轿车、三一起重机等车辆、工程机械备件等 4590 辆（件）发往巴西，标志着中远航运成功开辟中国至巴西汽车船航线，并创造了国内单船滚装出口车辆数第一的记录。同时，公司还在 4 月初与奇瑞汽车签署了战略合作协议，为新开辟的巴西汽车船航线增添稳定货源。

图 5：中远航运多用途船运量



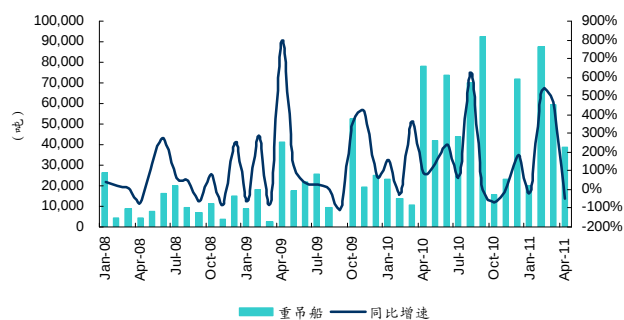
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 6：中远航运杂货船运量



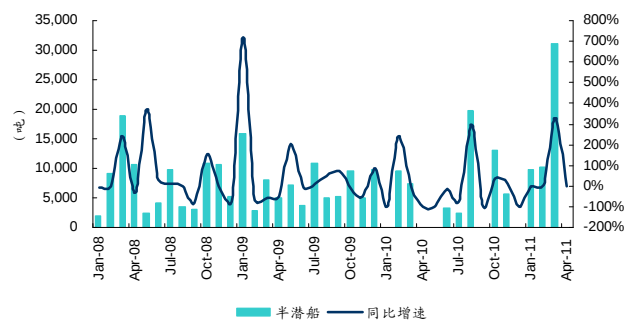
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 7：中远航运多重吊船运量



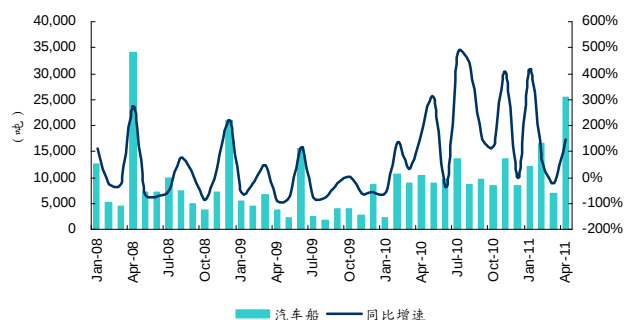
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 8：中远航运半潜船运量



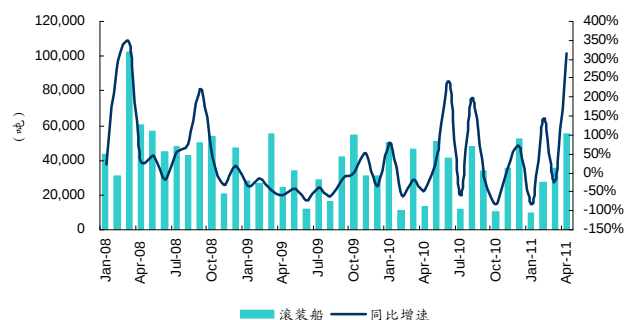
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 9：中远航运多汽车船运量



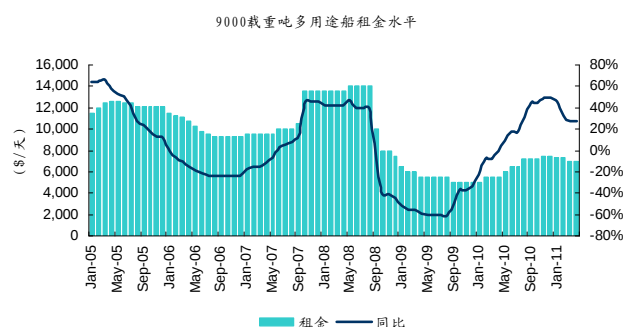
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 10：中远航运滚装船运量



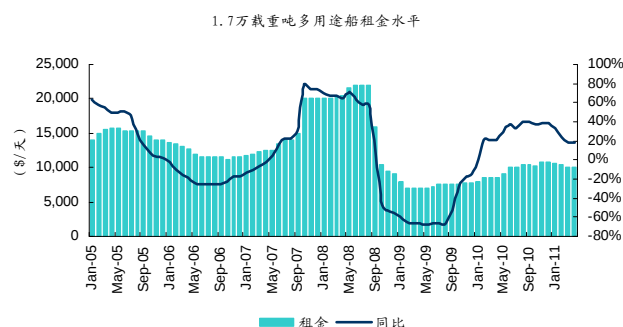
资料来源：公司公告，长江证券研究部

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，高管增持股份，传递长期看好信号

公司今日公告，管理层高管在 4 月 29 日、5 月 4 日和 5 月 5 日以个人自有资金增持本公司 A 股流通股股票，累计出资 300 多万，增持股份 43.9 万股，增持后管理层累计持股数量达 97.7 万股。

高管上一次集中购买公司股份是在 2008 年 11 月，几乎是上一轮金融危机爆发后股价的最低点，而此次公司高管又选在利比亚局势动荡、日本地震、油价高企之后增持股份，我们认为这是在中国特殊的股票二级市场体制下（上市公司无法进行股份回购），管理层对公司前景持续看好的一种信号传递行为。

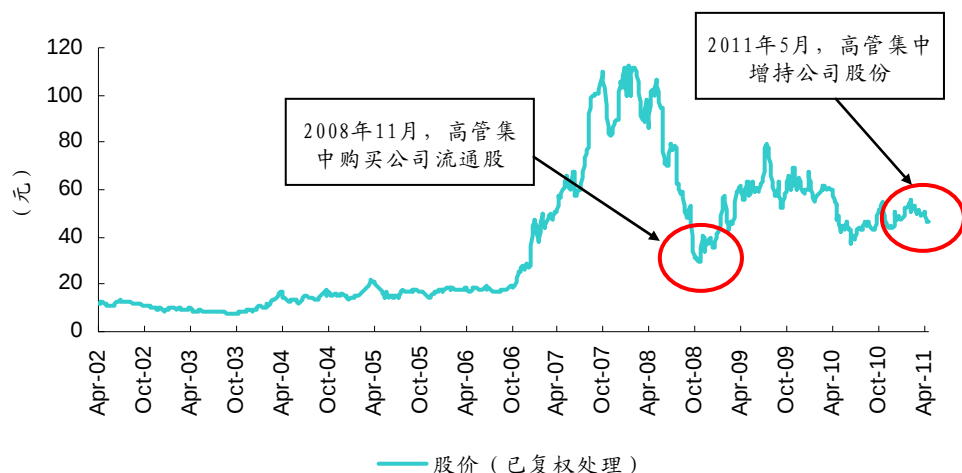
我们认为，此次高管集中增持公司股份，传递的是管理层对未来 3-5 年特种船行业与公司基本面看好以及认为公司股价被低估的一种信号，同时此举也可将管理层利益直接与投资者的利益紧密结合，起到长期激励效果。由于目前中国 A 股的上市公司无法进行股份回购，因此公司通过高管利用自有资金增持股份的方法来替代，国际上上市公司回购股份的目的主要有：1）调节财务杠杆，优化资本结构；2）实施反收购；3）股利分配的替代手段；4）传递公司认为股价被低估的信号，帮助公司股价的价值回归。而目前公司刚刚完成配股，并没有潜在的恶意收购者，且已经公告了 2010 年度的分红预案（税前每股 0.04 元），因此我们认为这一行为是管理层中长期看好行业改善趋势与公司成长性，传递股价被低估这一信号的力证。这与我们对特种船行业和中远航运的判断基本一致，跟随中国“走出去”的发展战略，公司将由“大行业”中的“小公司”成长为“大公司”；资本市场也将这样的行业周期向上，公司从“小”到“大”的过程中，享受到成长的收益。

表 2: 中远航运高管本次增持本公司流通股情况

序号	姓名	职务	本次购入前持股数	本次购入数量	累计持股数
1	韩国敏	董事、CEO	65,000	91,000	156,000
2	郭京	董事、COO	66,040	56,000	122,040
3	金立佐	独立董事	75,400	0	75,400
4	谭劲松	独立董事	6,500	0	6,500
5	赖奕光	常务副总经理	65,000	62,901	127,901
6	杜俊明	副总经理	65,000	55,959	120,959
7	林敬伟	副总经理、兼财务总监	65,000	60,090	125,090
8	薛俊东	董事会秘书	65,000	58,000	123,000
9	董宇航	CEO 助理	65,000	55,000	120,000
合计			537,940	438,950	976,890

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 13: 中远航运高管集中购买及增持公司股份情况



资料来源: Wind, 长江证券研究部

第四, 维持“推荐”评级

短期受到油价上涨、地区政治局势、地震海啸等自然灾害影响, 公司 1 季度业绩 0.05 元, 盈利受到部分冲击。不过随着 2011 年公司 3 大主力船型不断交付以及燃油和防海盗附加费的开征, 公司今年业绩很可能出现逐季环比上升的局面。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。我们预计 2011-2013 年公司业绩分别为 0.30 元、0.58 元和 0.87 元, 对应 PE 为 25.30 倍、12.98 倍和 8.57 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)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4407	5606	7110	9196	货币资金	2877	3083	3555	4414
营业成本	3757	4571	5306	6550	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	650	1035	1804	2646	应收账款	149	193	245	316
% 营业收入	14.7%	18.5%	25.4%	28.8%	存货	138	174	202	249
营业税金及附加	32	41	52	67	预付账款	142	172	200	246
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	14	18	23	30
销售费用	36	45	57	74	流动资产合计	3320	3640	4224	5255
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	260	331	420	543	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	长期股权投资	41	41	41	41
财务费用	-39	-22	-6	-5	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.9%	-0.4%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	6694	8559	9395	10210
资产减值损失	1	0	0	0	无形资产	6	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	59	0	0	0
营业利润	360	641	1282	1968	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	8.2%	11.4%	18.0%	21.4%	资产总计	10120	12246	13665	15511
营业外收支	57	0	0	0	短期贷款	1325	900	1101	1146
利润总额	418	641	1282	1968	应付款项	546	664	770	950
% 营业收入	9.5%	11.4%	18.0%	21.4%	预收账款	50	62	78	101
所得税费用	81	141	308	492	应付职工薪酬	255	308	357	441
净利润	337	500	975	1476	应交税费	122	196	388	603
归属于母公司所有者的净利润	340.0	499.9	974.5	1476.2	其他流动负债	128	157	183	227
少数股东损益	-3	0	0	0	流动负债合计	2425	2287	2878	3469
EPS (元/股)	0.20	0.30	0.58	0.87	长期借款	1388	1388	1388	1388
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	273	0	0	0
经营活动现金流净额	598	627	1482	2121	其他非流动负债	1476	1476	1476	1476
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	5563	5151	5742	6333
收回现金					归属于母公司	4523	7061	7890	9144
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	34	34	34	34
固定资产投资	-1735	-2056	-1071	-1092	股东权益	4557	7095	7923	9178
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	10120	12246	13665	15511
投资活动现金流净额	-1735	-2056	-1071	-1092	基本指标				
债券融资	600	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	0	2113	0	0	EPS	0.201	0.296	0.576	0.873
银行贷款增加 (减少)	1192	-424	200	46	BVPS	3.45	5.39	6.02	6.98
筹资成本	30	-53	-140	-216	PE	37.19	25.30	12.98	8.57
其他	-60	0	0	0	PEG	0.59	0.40	0.21	0.14
筹资活动现金流净额	1762	1636	60	-170	PB	2.17	1.39	1.24	1.07
现金净流量	625	207	472	859	EV/EBITDA	25.52	14.63	7.66	4.81
					ROE	7.5%	7.1%	12.4%	16.1%

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。