



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦

证券研究报告

2011年5月24日

航运

研究部

杨鑫*, CFA

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080208020077

yangxin@cicc.com.cn

聂迪中

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010034

niedz@cicc.com.cn

推荐

中远航运 (600428.SH)

干扰因素褪去, 拐点就在下半年

主要财务信息

(人民币百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	3,902	4,407	5,055	6,267
(+/-%)	(43)	13	15	24
毛利润	329	617	636	1,067
(+/-%)	(84)	88	3	68
营业利润	82	360	419	829
(+/-%)	(95)	339	16	98
净利润	136	340	391	692
(+/-%)	(91)	151	15	77
摊薄后每股收益(元)	0.08	0.20	0.23	0.41
(+/-%)	(91)	151	15	77
市盈率	90.0	35.9	31.1	17.6
市净率	2.9	2.7	1.8	1.6
净资产收益率(%)	3.2	7.5	5.6	9.2

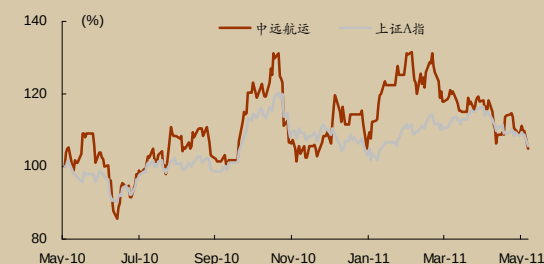
股票信息

	A股
当前股价	人民币7.21
股票代码	600428.CH
日成交量(百万股)	13.8
52周最高价/最低价	人民币9.18/5.78
总市值(百万元)	99.63
总股数(百万股)	1690
其中: 流通A股(百万股)	1690
主要股东(持股比例)	广州远洋运输公司(50.13%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[600428.CH]	-3.35	-11.32	-19.71	-5.96
[上证指数]	-2.61	-7.82	-4.30	-1.17
[中金A股航运指数]	-1.16	-6.86	-13.80	-3.58

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

*报告贡献人: 夏雨 (xiayu@cicc.com.cn)

投资提示:

投资者今年以来始终担心中国海外工程建设因局势动荡而受阻, 但往后来看**海外局势趋稳**和海外工程数据重新步入上升通道将逐步使得投资者对大件设备运输的情绪好转。公司出口货运价一直稳中有升, 而回程则受到 BDI 下跌的负面影响, 随着 BDI 从去年的 3000 点回落至目前的 1000 点上方, 下行风险已经不大, 即使短期不会向上, 所以**公司整体运价将重拾升势**。另外**新船在下半年集中交付**, 因此公司业绩势必三季度企稳、四季度回升。考虑上述因素, 我们今年以来**首次推荐中远航运**, 重申推荐评级。

与市场不同的观点:

中远航运主要的目标市场仍是中国的海外工程项目。中国机械设备出口主要基于成本优势而非技术优势, 因此中远航运短期内不会受益于中国高端重大件设备的大规模出口。当然我们认为中国海外工程承包具有巨大的成长空间, 因此中远航运可以受益。

中远航运并不会介入**高端重吊船市场**, 但不妨碍其成为中国**大件出口运输细分市场的领导者**。因为公司适中的吊杆能力恰好适应中国并不高端的大件设备, 较大的船吨位恰可满足中国货大批量的特点, 海外工程建设的承包商也倾向于选择中国的航运企业作为运输服务商, 而工程承包合同中运输商一旦确定就不再变更。上述特点使得中远航运具备了独特的优势。而欧洲船公司由于过于高端反而在这个市场上一身本领无法施展。

我们不认为中远航运货种结构中机械占比能迅速提升, 因为当前的亚非拉航线结构决定了回程货只能以散杂货原材料为主, 而去程货为了配合工程开展也常常运输钢材等建材。但是我们发现**公司独特的优势是可以零成本的借助现成的中远集团的海外集运网络逐步开发新的航线**, 而别重的吊船公司只能单打独斗。当公司欧美航线因此扩展到一定程度时, 回程货中机械货占比会提升, 公司运价受 BDI 波动影响也会减少, 公司的价值也会提升。

公司能提升的是去程运价。但回程运价和燃油成本不可控, 因此当前阶段公司期租水平仍会大幅波动。但恰好 BDI 触底、油价企稳, 公司业绩也将随着新船下半年集中交付步入上升期。

估值:

我们预测 2011/2012 年每股收益 0.23/0.41 元。公司航线船队网络的改善都是渐进过程, 业绩不会立即充分释放, 但按照重置价值来看目前股价已接近下限。往后来看, 2015 年公司业绩达到 1.2 元的概率很大, 即使按 15 倍市盈率合理估值远期可以超过 18 元, 因此远期具备广阔的空间。我们予以 2011 年 7-10 元的估值区间。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

目录

与市场不同的观点：并非仅仅是新船交付的故事.....	3
细分市场领先的多用途和重吊船队：2011 年的干扰因素终将消退	4
中国海外建设相关的工程货运输细分市场.....	4
海外局势不稳是 2011 年的干扰因素，但大周期向上无疑.....	4
中远航运是细分市场无可替代的领导者	6
发展中的半潜船队：2011 年见底，2012-2013 年回升	9
半潜船市场是全球市场，2012-2013 年周期向上.....	9
中远航运在半潜船市场还有更长的路要走.....	11
业绩预测：半年报存风险，2012 年仍有大幅增长	12
盈利驱动因素：主要的业绩不确定性其实在于 BDI 和油价.....	14
2012 年盈利增量主要自于新船.....	14
多用途和重吊船：去程货运费可控，不可控的是 BDI 和燃油成本	14
半潜船：对公司整体盈利影响不大	15
估值建议：中报前后等待好的介入机会，予以 7-10 元交易区间	16

图表

图表 1：中国工程承包商的海外收入占比具有提升空间	5
图表 2：中国工程机械设备出口具有成本优势	5
图表 3：中国对外承包工程新签合同额和完成营业额过去十年间高速增长.....	5
图表 4：中国对外承包工程完成营业额分地区分布以欠发达地区为主（2009 年）	5
图表 5：2011 年 1-2 月中国在非洲对外承包新签合同大幅下滑，而在其他地区仍明显增长	6
图表 6：中国对外承包新签合同额整体向上趋势在 2011 年仍得以持续.....	6
图表 7：部分多用途和重吊船公司的国籍分布	7
图表 8：中远航运重吊和多用途船的吊杆能力相对欧美公司偏小	8
图表 9：中远航运重吊和多用途船的吨位数相对欧美公司偏大.....	8
图表 10：中远航运重吊和多用途船的船队规模相对欧美公司较大	8
图表 11：半潜船主要的需求面对海上平台及相关货物.....	9
图表 12：半潜船周期（利润率）通常和钻井平台交付量通常正向相关	10
图表 13：油价攀升当年的新造平台新签订单增加，而次年平台交付数增加	10
图表 14：自下而上的半潜船运力增速预测	10
图表 15：自上而下的半潜船运力增速预测	11
图表 16：主要盈利预测假设	13
图表 17：新船的盈利贡献.....	14
图表 18：业绩的弹性测算.....	15
图表 19：盈利预测调整汇总	15
图表 20：中远航运船队重置价值测算.....	16
图表 21：中远航运 PE/PB Band.....	17
图表 22：A 股航运公司估值表.....	17
图表 23：财务简表.....	18

与市场不同的观点：并非仅仅是新船交付的故事

按照未来几年的发展计划，中远航运将成为多用途船、重吊船、半潜船为主的重大件设备运输公司。公司传统上以中国到东南亚/非洲/波斯湾红海的航线为优势。中远航运是市场公认的航运板块中少有的具备成长性的公司。市场看好的逻辑在于：公司大力发展的新船型不断替代老船型，新船型吊杆能力强于旧船，因此机械设备货占比会因此提升，随之盈利能力因此改善。

我们同样看好中远航运的长期投资价值，但我们看好的逻辑是：公司主要承运中国海外工程承包所需的重大件工程设备和建筑材料，而中国海外工程承包尽管短期内受到海外局势不稳的影响但长期来看具备十分广阔的成长空间。而中远航运比欧洲重大件运输公司在这个细分市场上拥有不可复制的优势，因此这么多年来一直能够占有绝对多数的市场份额。因此我们认为一旦海外局势趋稳，中远航运将能继续分享这个市场的高速成长。我们认为公司去程货能够因为中国海外工程建设的增长和较高的客户黏性而实现运价的持续提升。但就回程货物而言，由于中国海外工程主要分布在欠发达国家地区，因此中远航运的航线限制其回程的货种在短期内只能以散杂货为主，因此回程货运价受到 BDI 波动的影响。但是 BDI 目前已经处于底部，未来下跌空间不大（即使短期不会上涨），因此中远航运回程运价不会再差。由于回程货运价不会继续恶化，去程货运价具有持续提升的前景，所以我们认为公司的业绩在下半年就将步入持续回升期。除了市场都关注到的船队结构改善以外，我们认为航线、网络、客户等多方面的改善才可以共同推动中远航运的成长。我们试图在本篇报告中将中远航运和其所处的细分市场进行了较为深入的分析，并提出以下和市场不同的观点：

- ▶ 中国短期内还不会成为全球高端重大件设备的主要生产地，因此**中远航运主要的目标市场其实仍是中国的海外工程项目**。而海外工程所需的工程重件设备和材料其实只是中国出口的很小一部分，因此中远航运并非直接受益于中国出口升级。与其追踪中国机电设备出口走势不如关注中国海外工程建设；
- ▶ 我们分析了多用途船/重吊船的市场竞争格局，试图解释为什么**中远航运这么多年来虽然一直在吊杆能力上不如高端的欧洲重件运输公司，但仍能在许多航线上占有较高的市场份额**。这些因素包括：二者处于不同的细分市场，而中远航运吊杆能力尽管不如欧洲公司但是足以满足国内货主的需求，加上海外工程建设合同中运输服务商一旦确定很少中途变更，因此中远航运基于和国内货主天然的血脉联系占得先机。欧洲公司虽然吊杆能力强但在这个细分市场上无用武之地，但他们吨位数又太小反而不适应中国海外工程大批量运输的需求；
- ▶ **机械货占比的提升十分缓慢，未来有赖于航线和网络结构的改善**：机械设备货，或者更准确的说是出口货（包括机械设备和建材）在公司货物总量中的占比（计费吨占比）在过去几年其实并未如期的显著上升（05 年出口工货量占比 37% 而 2010 年 36%，07 年机械占比），由于面对的亚非拉市场所限，即使新船交付后我们认为机械设备货占比也不会有质的飞跃。如果公司借助集团的海外网络改善航线结构，将航线从传统的亚非拉适度开扩至欧美，回程货中机械设备占比才会逐步提升；
- ▶ 我们详细分析了公司盈利和 BDI 的关系。其实我们认为在当前阶段，公司回程货运价基本不能摆脱 BDI 波动的影响。而且由于 BDI 波动大而设备货运价波动小，因此实际上当 BDI 大幅下滑时，即使去程货运价能够稳中有升，公司业绩仍可能出现较大的下滑。不过，由于 **BDI 在下半年已经跌无可跌，而设备货运价稳中有升，因此我们预计下半年公司业绩可能会因此步入回升期**；
- ▶ 半潜船：我们分析了供求关系，认为未来运价在 2012 年会缓慢上行，如果美国放开附近海域的平台开采活动运价上涨则可能超出预期。不过我们也发现，其实**半潜船对公司整体盈利的影响远远不如多用途和重吊船**。

细分市场领先的多用途和重吊船队：2011 年的干扰因素终将消退

中国海外建设相关的工程货运输细分市场

众所周知，欧洲公司在全球重大件运输市场上具有重要地位。其之所以能发展到现在的强势地位，则主要依靠当地机械设备制造的技术优势。由于许多高端的设备只能在欧洲生产，具有不可替代性，因此欧洲的设备出口给当地的重大件设备运输公司创造了获得先发优势的良好发展环境。我们所熟知的 Rickmers、Beluga、Combi-Lift、BBC、SAL 都是德国公司，而德国正是全球高端装备制造业最为发达的欧洲国家。

虽然欧洲重大件设备运输公司具备先发优势；但中远航运面向的是中国细分市场具有后发优势，而且主要运输的货物是中国工程企业海外建设所需要的工程机械、钢材、水泥等货物。因此中远航运和欧洲船公司并非正面竞争的关系。也就是说只要中国海外工程承包的周期向上，中远航运的多用途和重吊船所处的周期就向上，与全球尤其是欧洲多用途船公司所处的周期并非完全重合。当然，中远航运在船队不断改善和扩张后也会渗透到目前欧洲船公司所在的欧洲市场，但在可预见的未来面向的主要需求仍然是中国企业的海外工程承包。

海外局势不稳是 2011 年的干扰因素，但大周期向上无疑

中国大件设备出口在过去几年之所以能快速增长，一直是源自于中国工程承包建设企业走出去的战略。我们认为往后来看，这个趋势并未逆转，中国海外工程建设具有非常广阔的空间。

- **中国工程建筑企业未来的成长空间终将来自于海外市场：**中国国内的城市化率水平在过去几年快速提升，从 60 年代 16% 已经提升至 2009 年的 44%，在城市化的进程中，给中国的建筑企业提供了巨大的市场空间；往后来看，中国的城镇化率还将继续提升，但总有一天因为城镇化率提升速度放缓，国内建筑市场会增长放缓甚至萎缩，因此外延式扩张终将成为国内建筑企业不得不做的选择之一。

以日本建筑业为例，建筑业的产值在 90 年代初达到历史顶峰，随后则出现下滑。在本国城镇化率平稳以后，日本的建筑企业选择房地产市场和多元化经营作为自己的转型方向，而许多欧洲企业则将海外市场的外延扩张作为自己的转型方向。我们认为中国的建筑企业未来不会仅专注于房地产多元化经营，而必然会将海外扩张作为未来发展的重点之一，这是由于中国的建筑企业承担了更多的就业责任，而地产对于就业的吸纳量远比不上建筑。

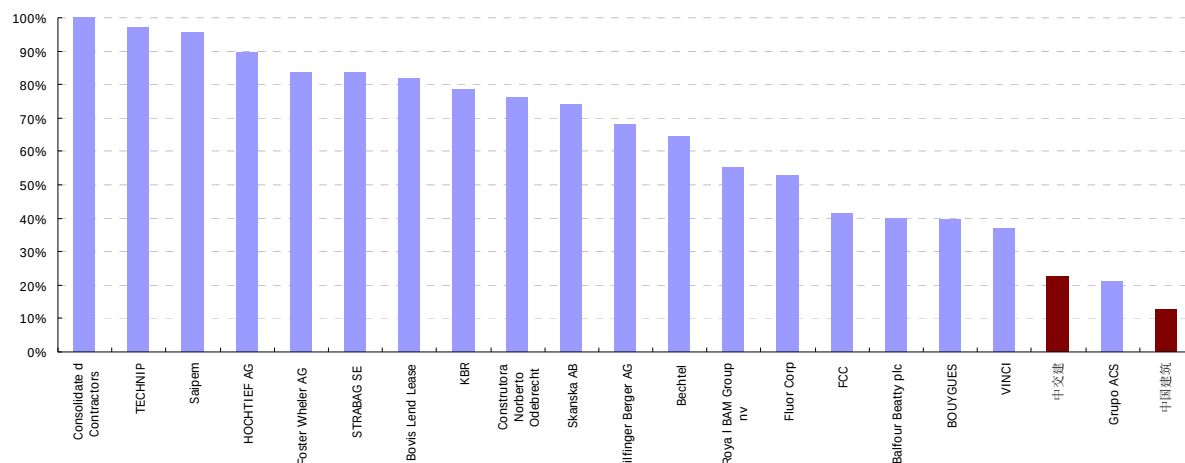
根据 ENR 的统计，世界大型国际工程承包商海外的营业收入占到总收入的 67% 左右，而中国的大型建筑企业也只有 10%-20%。未来十年中国工程建筑企业海外承包建设还有非常大的成长空间。

- **借助低成本优势，中国大件工程设备货跟随中国海外承包工程项目一起走向海外：**中国的建筑承包商在海外施工建设的优势地区是亚非拉等欠发达地区，我们认为这一方面与这些地区的城镇化水平低和基础设施建设需求强劲有关，另一方面也与中国在工程建设和工程机械上的低成本优势有关。

根据中国贸易促进会的分析，德国工程机械主机的平均价格几乎是我同类产品的 20 倍，而工程机械零件和农业机械的均价也是我产品的 8-9 倍。这说明我国产品主要面向的是低端消费市场，附加值较少。

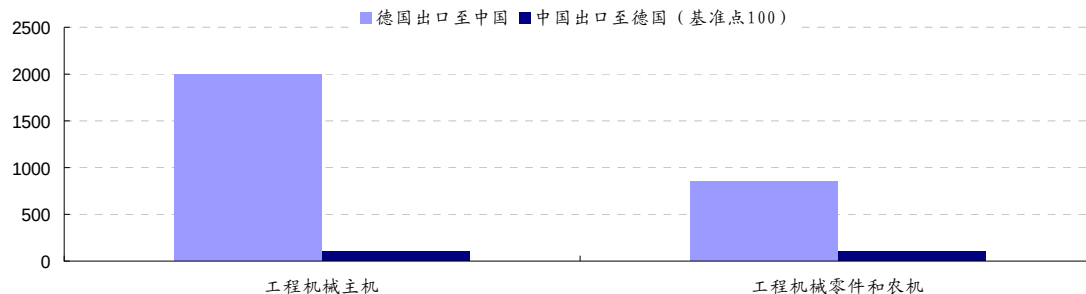
由于我国工程机械和海外承包面对的主要是欠发达地区，这些地区未来建筑需求旺盛，而且中国机械设备价格低廉也使得周转速度可能较快，因此运输服务商在未来一段时间内会受益。

图表 1：中国工程承包商的海外收入占比具有提升空间



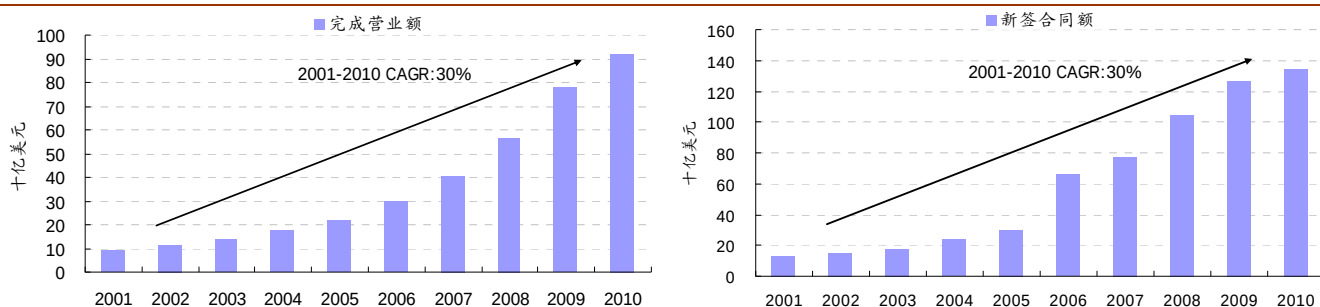
资料来源：ENR、中金公司研究部

图表 2：中国工程机械设备出口具有成本优势



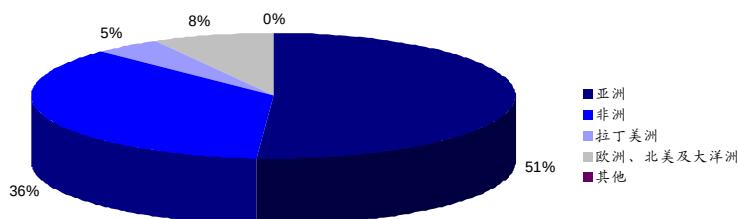
资料来源：中国贸易促进会、中金公司研究部

图表 3：中国对外承包工程新签合同额和完成营业额过去十年间高速增长



资料来源：Wind、中金公司研究部

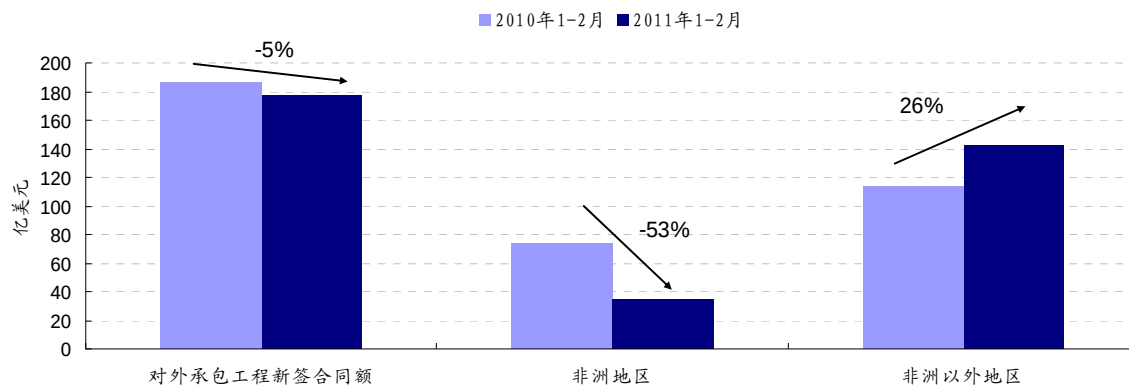
图表 4：中国对外承包工程完成营业额分地区分布以欠发达地区为主（2009 年）



资料来源：Wind、中金公司研究部

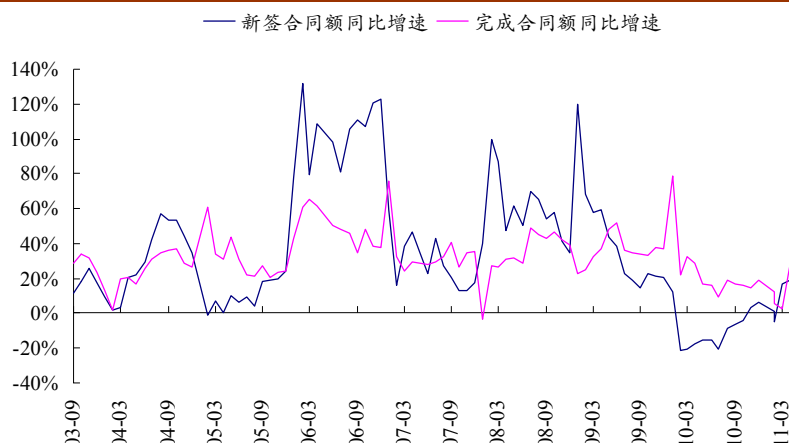
尽管政治动荡造成非洲地区新签工程合同额下滑，但不能阻挡中国在海外新签合同整体的上升趋势。1-2 月份累计来看，我国对外承包工程新签合同额 177.6 亿美元，同比下滑 5%。其中，非洲地区新签 34.7 亿美元同比下滑 53%，非洲以外地区新签 142.9 亿美元同比增长 26%。而从 1-4 月的累积数据来看，中国整体的海外工程承包新签合同额同比增长了 28%，增速继续向上。我们可以清晰地看到自 2010 年 2 月以来，这一增速仍处于上升通道。我们认为非洲局势的动荡始终是短期现象，尽管 1-2 月的中国工程数据受到短期影响，但从 4 月的数据来看这一负面效应已经开始消退，因此非洲局势对我国明年的重大件出口运输市场不会造成大的负面影响。

图表 5: 2011 年 1-2 月中国在非洲对外承包新签合同大幅下滑，而在其他地区仍明显增长



资料来源: Wind、中金公司研究部

图表 6: 中国对外承包新签合同额整体向上趋势在 2011 年仍得以持续



资料来源: Wind、中金公司研究部

中远航运是细分市场无可替代的领导者

正如我们前面所说的，中国海外工程建设的大趋势向上，具有广阔的成长空间。而这个细分的运输市场内，中远航运具有其他多用途/重吊船公司所不具备的天然优势，因此更能分享这个细分市场的成长性。中远航运所面临的主要竞争者包括国内的中波公司、中外运、欧洲的重吊船公司以及部分小的船公司。

- ▶ **客户黏性高：**相对于国外船东，借助于同为国企的天然联系以及对中国客户需求的熟悉程度，中远航运通常为货主的首选。由于工程公司在海外施工招投标阶段就需要提供整套的运输方案，因此一旦标书中确定运输服务商，项目施工过程中，中远航运就会享受到连续的货量。
- ▶ **船型最贴近中国市场：**相对于欧洲传统的高端重吊船公司，中远航运的船吨位偏大但吊杆能力一般。我们认为这样的特点适应中国市场。中远航运吊杆能力平均在 100-200 吨之间，最大吊杆能力可以达到 700 吨，相比欧

洲公司普遍 500-2000 吨的能力显得较为弱小。但是其实根据熟悉中国市场的船舶运营商介绍，目前中国市场实际上用不到太强的吊杆能力，一般 100-200 吨的吊杆是主流。这意味着欧洲船公司的强项在中国出口市场无用武之地，即使拥有 2000 吨的吊装能力也只需要去低吊 100-200 吨的设备。而且吊杆越强意味着成本越高，这样的大吊杆重吊船在中国市场上的优势就更为削弱。当然我们也了解到，从 90 年代到现在中国市场的吊杆要求也在缓慢提升，从当时的 50 吨的要求发展到目前 100-200 吨，15-20 年间增长了 2-4 倍。按这个速度，未来 10-20 年，中国市场的吊杆需求应该也在 500-1000 吨的范围内，因此中远航运的船队仍具有适应性。

就吨位数而言，中远航运打造的新重吊和多用途船队以 2.7-2.8 万吨为主，而很多欧洲公司尽管重吊能力达到 700-2000 吨，但是载重吨可能只有 1 万吨左右。我们认为大吨位更能适应中国工程设备出口的大批量特点，例如海外工程除了设备以外经常需要一同进口工程所需的钢材水泥，大吨位的船可以满足这一要求。另外较大吨位的船舶也更适宜进行远距离航线的运营，而中国海外工程很多在中东、地中海、波斯湾、非洲、南美等地，距离也较远。

- ▶ **与欧洲公司、中波公司均能错位竞争：**与欧洲公司在中国出口市场上相比，中远航运精耕细作的是中国货主的出口需求，而欧洲船公司更关注的是欧美货主向中国的出口需求。由于欧洲向中国出口设备更为高端，对安装和服务要求高，吊杆能力也强，因此欧洲公司通常在欧洲出中国的单程航次上已经赚取较高的运费收入，对中国出欧洲的货量并不如中远航运这么重视。另外，欧洲公司缺乏在中国的全面网络优势，因此基于较高的成本，也不可能空舱在中国做较长时间的揽货。而且有一点不同的是，欧洲公司更习惯了按规矩办事，例如事先定好的舱位不能随便更改，而中国货主较为随意经常任意对发货量和舱容做出临时变化，在这样的风俗习惯下中远航运也比较能灵活应对。可以认为即使是远东-欧洲航线，欧洲公司在中国出口的去程航次上也并非那么可怕。

中波公司是波兰和中国财政部出资建设的多用途重吊船公司，拥有久远的运营历史，吊杆能力一直都是中国公司中最强的，主要经营中国-欧洲-北美的航线。从航线上看，中波主要经营发达地区航线，和中远航运的竞争冲突不大，未来在中远航运不断扩张航线网点的时候会出现一定竞争。从运作模式上看，中波公司主要以集运+杂货的定期班轮为主，优势在一般贸易货而不是工程建设货。更重要的是从股权结构上看，中波公司目前由中远集团托管经营，股权在两国政府手中，从其运力扩张计划也可以看出未来扩张极其缓慢。所以中远航运适度发展发达地区航线的策略下，还不至于和中波公司形成太多的正面竞争。

- ▶ **潜在的庞大网络优势：**我们发现公司在非洲航线、南美航线上面临比以往更激烈的竞争。非洲市场的主要问题是市场成长太快，但门槛太低使得小船公司等新进入者太多。而南美航线上公司面临的问题则主要是当地网络欠缺。我们相信，公司在这些航线上的发展需要有赖于网络的大力加强。而公司规模的扩大也使得公司必须逐步重视欧美市场。

之前几年公司还是以单打独斗为主，目前公司逐渐意识到可以利用中远集团的集装箱运输海外网络为公司揽货。海外网络的优势有助于回程货装载率的提升和回程高端货占比的提升。

公司今年已经大力开拓澳新、北美航线，未来发达地区航线仍是发展重点，这有利于回程机械设备货占比提升。而如果要拓展这些航线就需要和欧洲传统重吊多用途公司去正面竞争，就需要依赖对当地客户的熟悉，存在一定难度。但是幸运的是公司依托中远集团，可以低成本的借助既有的海外集运网络。

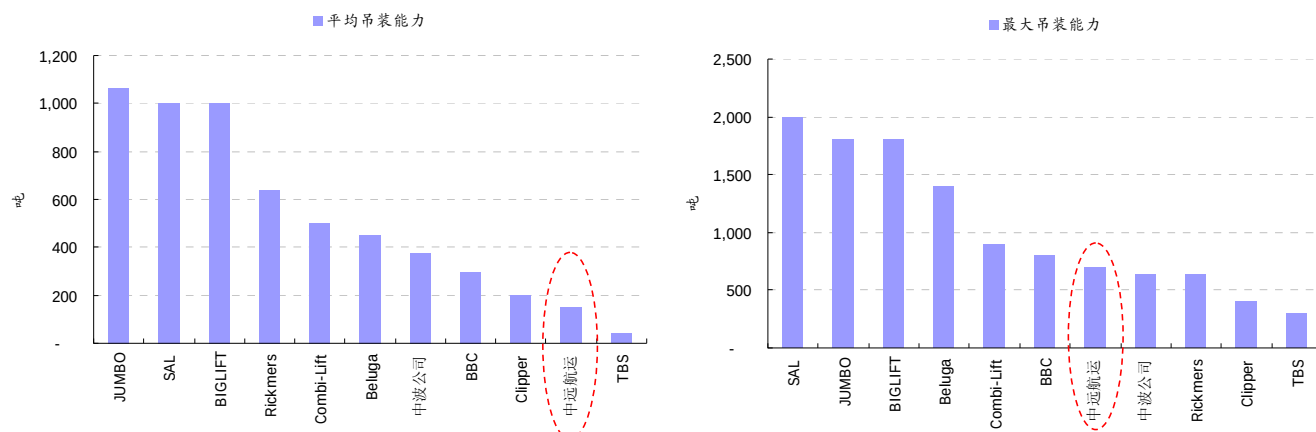
全球来看，并没有其他多用途和重吊船公司是依托于大型航运集团的，最大的公司也仅有 150 万载重吨运力规模不足以支撑完备的海外网络，因此我们认为公司开拓这些新航线并非不可能的事情。公司现任 CEO 上任前就拥有集运行业的丰富经验，以及公司的大股东从广州远洋变更为中远集团则为实现这一目标提供了可能。

图表 7：部分多用途和重吊船公司的国籍分布

	国家	多用途/重吊船队参数			2011 年船队运力	
		单船吨位 (万吨)	平均吊装能力(吨)	最大吊装能力(吨)	艘	万载重吨
BBC	德国	1.08	300	800	145	156
Beluga	德国	1.44	450	1,400	79	114
Rickmers	德国	3.00	640	640	13	39
Combi-Lift	德国	0.68	500	900	23	16
SAL	德国	1.03	1,000	2,000	16	17
JUMBO	荷兰	0.91	1,064	1,800	14	13
BIGLIFT	荷兰	1.39	1,000	1,800	13	18
中远航运	中国	2.29	150	700	52	119
中波公司	中国	2.44	375	640	23	56
TBS	美国	2.26	40	300	21	47
Clipper	挪威	1.13	200	400	48	54

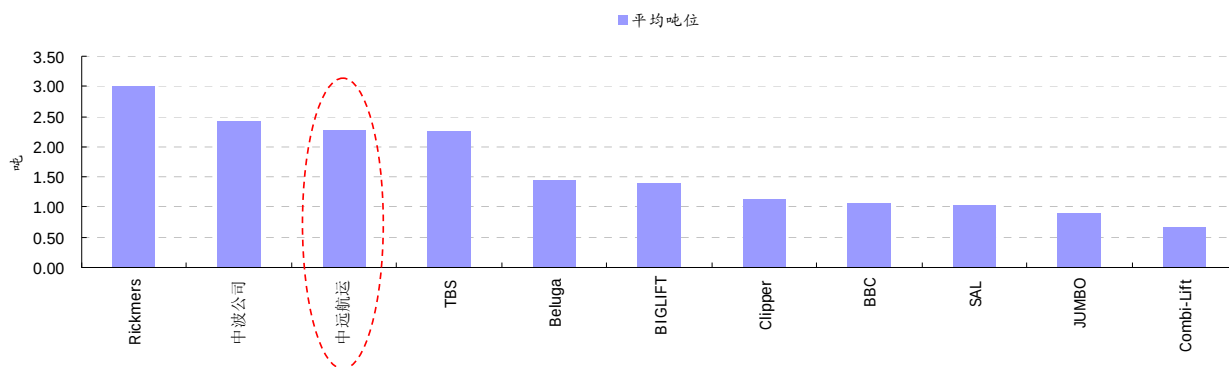
资料来源：Clarkson，中金公司研究部

图表 8: 中远航运重吊和多用途船的吊杆能力相对欧美公司偏小



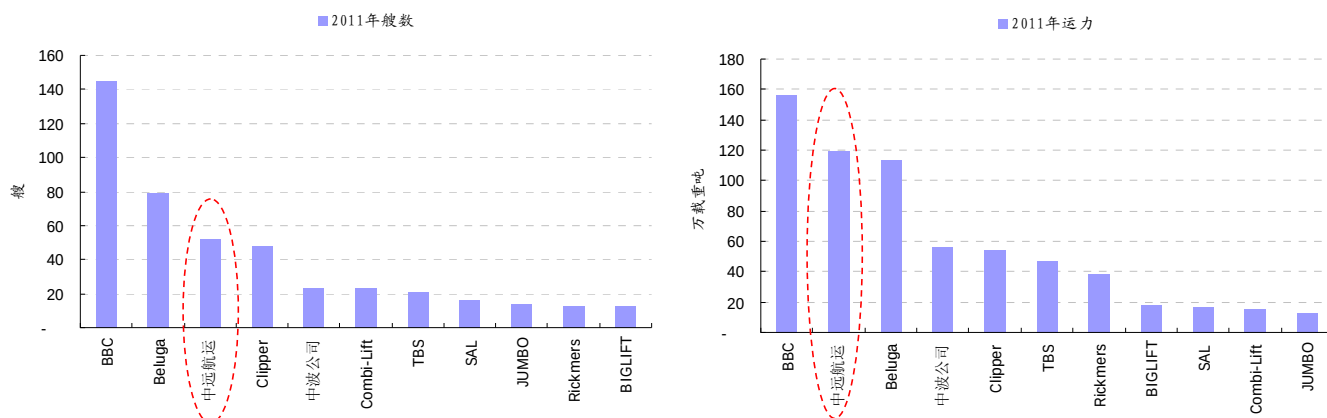
资料来源: Clarkson、公司信息、中金公司研究部

图表 9: 中远航运重吊和多用途船的吨位数相对欧美公司偏大



资料来源: Clarkson、公司信息、中金公司研究部

图表 10: 中远航运重吊和多用途船的船队规模相对欧美公司较大



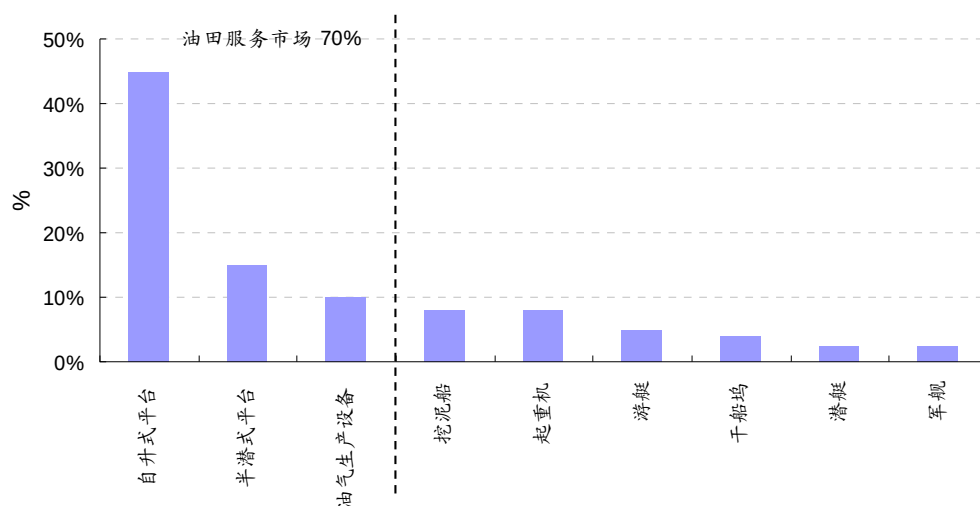
资料来源: Clarkson、公司信息、中金公司研究部

发展中的半潜船队：2011 年见底，2012-2013 年回升

半潜船市场是全球市场，2012-2013 年周期向上

半潜船主要承运海洋钻井平台及平台模块，尤其是远离大陆作业的平台及相关货物。中远航运年底将拥有 4 艘半潜船，包括今年 1 月和 6 月新交付的 2 艘 5 万吨的新船，以及 2 艘 2 万吨的旧船。

图表 11：半潜船主要的需求面对海上平台及相关货物

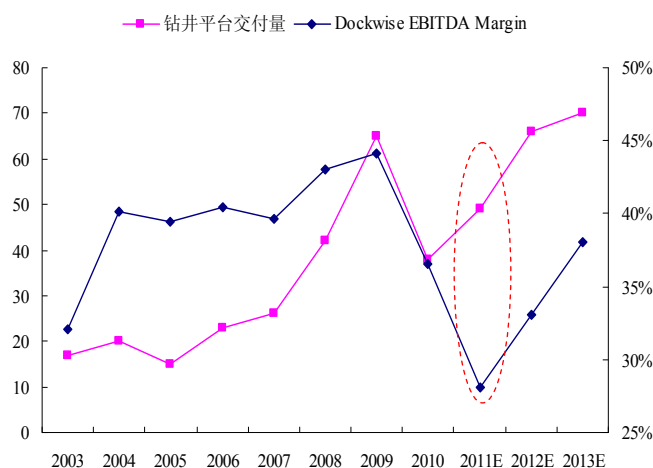


资料来源：FHT、公司信息、中金公司研究部

半潜船市场相比重吊和多用途船而言，是更接近全球化的市场，区域性特征相对不明显。我们维持 2010 年初以来的判断，认为半潜船租金在 2011 年触底，之后有望稳步上升。我们判断 2012 年半潜船需求将较快增长，但受到运力扩张小幅提速的影响，运价复苏的态势预计较为温和。

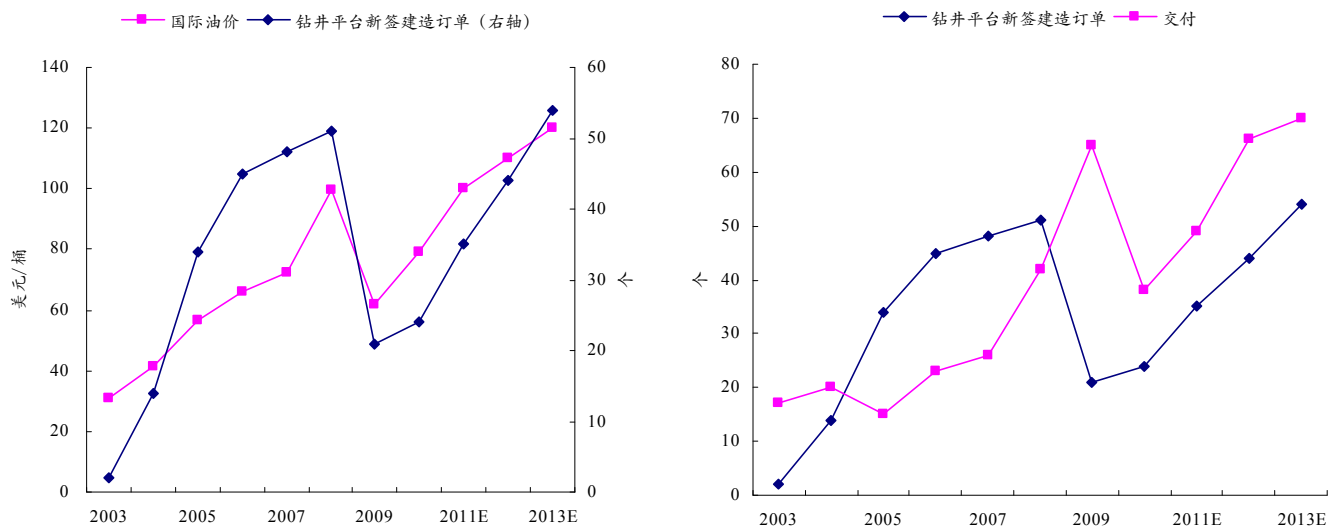
- **2010-2011 年油价上涨，2012 年半潜船需求指标向上：**钻井平台的运输需求主要包括新建平台从陆地向深海的迁移、老旧平台拆除后从深海向陆地的迁移、现有平台在不同海域之间的位移三类。由于很难得知区域间位移的平台数量，因此无法匡算整个市场的需求指标。但是我们发现钻井平台新交付数量通常和行业利润率呈现较强的相关性。而新签平台建造数量领先交付数量大约 1 年，而新签平台的建造数量和国际油价又直接相关。所以国际油价当年的走势通常可以反映次年半潜船的需求走向。另外，现有平台年龄不断老化，30 年以上船龄的平台已经占到了 13%，因此未来这部分需求会逐步释放。从这个角度来看，2012 年的半潜船周期有望出现向上拐点。
- **半潜船供给增速 2011 年较低，2012 年提高，2013 年回落：**半潜船运营市场基本属于寡头垄断市场，市场主要的运营商有 Dockwise、中远航运、Offshore Heavy、FHT 这 4 家，他们 2011-2013 年的运力增速合计为 4%/11%/0%。考虑到一些潜在的新进入者，2011-2013 年的运力增速合计为 6%/15%/0%。我们还自上而下的查询了 Clarkson 中 Heavy Deck Cargo 船（中远航运和 Dockwise 的半潜船基本都归类于这个项下）的 2011-2013 年整体运力增速为 5%/14%/0%。所以我们判断 2012 年的运力增速比 2011 年要高，但 2013 年可能会下来。
- **总体来看我们相信运价走势在 2011 年是探底的过程，2012 年向上概率较大，而 2013 年可能出现较大升幅。**2011 年一季度 Dockwise 出现亏损，EBITDA Margin 是 28%，已经是 03 年以来的最低点，下行空间很小。另外，2012 年是油价大幅上涨后的第二年，按照历史经验半潜船周期会出现向上走势，唯一担心的只是 2012 年交船速度较快。但我们也发现 2007-2008 年当时的运力增速也都在 20% 以上，但当时由于需求旺盛半潜船利润率和期租水平还是向上的。2012 年 10%-15% 的增速，远低于 07-08 年的情形，因此我们判断 2012 年的半潜船期租水平应该是同比向上的，只是反弹幅度还需要观望。而 2013 年由于运力增速有限，2011-2012 年油价维持高位的话，半潜船期租水平具备继续向上的可能。

图表 12：半潜船周期（利润率）通常和钻井平台交付量通常正向相关



资料来源：Clarkson、ODS、公司信息、中金公司研究部

图表 13：油价攀升当年的新造平台新签订单增加，而次年平台交付数增加



资料来源：Clarkson、Wind、CEIC、中金公司研究部

图表 14：自下而上的半潜船运力增速预测

艘数	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Dockwise	14	17	20	19	19	18	19	19
中远航运	3	3	3	2	2	4	4	4
OHT	1	2	2	4	4	4	4	4
FHT	-	-	2	2	2	2	4	4
主要半潜船公司	18	22	27	27	27	28	31	31
增速		22.2%	22.7%	0.0%	0.0%	3.7%	10.7%	0.0%
Eide Marine Services	2	2	2	2	2	2	2	2
TPI Mega Line	-	-	1	2	3	3	3	3
中通物流	-	-	-	-	-	-	2	2
韩进海运	-	-	-	-	-	1	1	1
主要和潜在半潜船公司	20	24	30	31	32	34	39	39
增速		20.0%	25.0%	3.3%	3.2%	6.3%	14.7%	0.0%

资料来源：Clarkson、公司信息、中金公司研究部

图表 15: 自上而下的半潜船运力增速预测

载重吨	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
船队规模	1,693,201	2,371,168	2,846,535	2,978,611	3,382,907	3,382,907
(+/-%)		40%	20%	5%	14%	0%
新增：新船交付	35,833	17,562	61,448	42,180	393,500	-
新增：改造交付	642,134	483,887	-	149,896	40,796	-
减少：拆船	-	26,082	103,533	60,000	30,000	-

资料来源：Clarkson、公司信息、中金公司研究部

中远航运在半潜船市场还有更长的路要走

中远航运目前还不和 Dockwise 一样具备提供复杂运输方案的能力，尚不是行业领导者。公司今年 2 艘 5 万吨半潜船交付后，就可以具备漂浮式安装（float over）能力，具备船龄小吨位大的显著优势。但由于半潜船行业十分看重增值服务的经验，而经验和口碑的积累需要时间。另外与公司重吊和多用途船强势所不同的是，公司半潜船所处的市场更加全球化，并不能享受中国因素带来的优势。因此我们认为 5 万吨半潜船的交付只是一个开始，未来行业地位的提升还是一个渐进的过程。中远航运未来能否逐步将自己的强势从陆上重大件运输（工程设备为主的多用途和重吊船中端市场）扩展至海外重大件运输市场（半潜船和高端的重吊船）目前还值得观望。

业绩预测：半年报存风险，2012 年仍有大幅增长

公司一季度实现 0.05 元的每股收益，对应 8 千万元的净利润。我们判断 1 月份实现超过 4 千万，而 3 月份不足 2 千万。二季度公司开始征收燃油和防海盗附加费，预计二季度可以部分体现，而三季度体现更为充分。公司目前的运费收入结构中还有大约一半与 BDI 相关，而 BDI 今年以来均值只有 1300 点，返程散货市场低迷的结果应该在二季度更为充分的体现出来。因此我们预计，在不考虑非经常性资产处置收益的情况下，二季度公司业绩预计相较一季度有较为明显的环比下滑。

公司 2010 年实现了摊薄每股收益 0.20 元，我们目前对 2011/2012 年的每股收益预测是 0.23/0.41 元，较之前 0.29/0.49 元的盈利预测下调了 19%/17%，下调的主要原因是三大船型的期租水平平均低于我们之前的预期。我们盈利预测的主要假设包括：

- **期租水平：**我们目前对主要船型 2010/2011/2012 年的期租水平假设分别是：多用途和重吊的旧船 1.05/1.05/1.10 万美元，多用途重吊新船 2.1/2.3/2.6 万美元；半潜旧船 2.6/2.6/2.9 万美元，半潜新船 3.7/3.7/4.0 万美元。我们目前对 2011 年的期租水平假设比公司在 3 月份实际实现的水平要略高 5% 左右，而 2012 年同比则均有 5-10% 的提升。由于期租水平是剔除港口使费和燃油成本以后的净运费，而公司每次上调运费针对的是计费吨的实际运费，因此在燃油成本上升的背景下，期租水平的提升难度较大。

不过值得注意的是，虽然新旧船型各自的期租水平提升幅度有限，但是由于新船型占比的提升，多用途重吊和半潜船三大船型的平均期租水平因结构性原因而出现较为显著的上升。在我们上述假设下，2011 年多用途、重吊船、半潜船三种船型的有效期租水平分别提升 10%/33%/13%，2012 年则分别提升 22%/19%/14%。

- **船队数量：**公司计划 2011 年多用途和杂货船分别处置 5 艘和 1 艘，我们假设 2012 年再处置 1 艘杂货船。2011 年多用途、重吊船、半潜船、汽车船分别投产 4 艘/4 艘/2 艘/2 艘，2012 年多用途和重吊船分别投产 6 艘/2 艘。
- **实现运量：**我们参照 1-4 月的运量数据和 2011-2012 年新船变动情况，预计 2011 年多用途船/重吊船/半潜船运量分别增长 13%/60%/200%，2012 年上述三种船型则分别增长 16%/60%/40%。
- **实际运价：**我们盈利预测以期租水平作为基础，但是我们仍以吨运费作为佐证来验证多用途和重吊船运价预测的合理性。在我们当前的期租水平和运量假设下，2011 年多用途船/重吊船的计费吨运价分别增长 2%/5%，2012 年上述两种船型则分别增长 7%/8%。

由于公司面向大客户，因此工程设备货（不仅包括工程设备，也包括海外工程所需的钢材水泥等建材）每年提升幅度 10%-15% 属合理水平，而返程货物则不可避免的受到 Handy 散货市场运价乃至集装箱船的运价影响。公司目前的多用途和重吊船中机械设备货占到总计费吨的接近 40%，而加上出口工程设备货所需打底的钢材和水泥估计占到约 50-55%，也就是说和 BDI 相关的收入占比仍有一半左右，而在航线和网络完善之前这一占比并不因为新船交付而显著改变。我们按照这些工程货 2011-2012 年每年提升 10%-15%，而剩余货物按照 2011 年下滑 10%（2011 年的 Handy 散货船美元/吨的实际运价比 2010 年均值下滑了 10%-15%）但是 2012 年同比持平来计算，公司多用途和重吊船的计费吨运费 2011 年同比 0%-5%，2012 年则有望上升 5%-10%。因此我们认为我们对于这两种船型的盈利预测是基本合理的。

- **燃油成本：**我们目前燃油成本预测的基础是 2010/2011/2012 年 WTI 分别 79/100/110 美元/桶。

图表 16: 主要盈利预测假设

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
船舶数量 (艘)					
多用途船-新	1	4	8	14	14
多用途船-旧	43	39	34	34	34
小计-多用途船	44	43	42	48	48
重吊船-新	1	2	6	8	16
重吊船-旧	4	4	4	4	4
小计-重吊船	5	6	10	12	20
半潜船-新	-	-	2	2	2
半潜船-旧	2	2	2	2	2
小计-半潜船	2	2	4	4	4
汽车船	3	1	3	3	3
滚装船	3	3	3	3	-
杂货船	11	6	5	4	-
全部船型合计	68	61	67	74	75
期租水平 (美元/营运天/艘)					
多用途船-新	-	21,250	23,375	25,713	28,284
<i>YoY Growth</i>			10%	10%	10%
多用途船-旧	-	10,500	10,500	11,025	11,576
<i>YoY Growth</i>			0%	5%	5%
重吊船-新	-	21,200	23,320	25,652	28,217
<i>YoY Growth</i>			10%	10%	10%
重吊船-旧	-	10,500	10,500	11,025	11,576
<i>YoY Growth</i>			0%	5%	5%
半潜船-新	-	-	36,600	40,142	44,156
<i>YoY Growth</i>				10%	10%
半潜船-旧	40,480	26,386	26,386	29,025	31,927
<i>YoY Growth</i>		-35%	0%	10%	10%
汽车船	6,074	2,804	8,411	8,411	8,411
<i>YoY Growth</i>		-54%	200%	0%	0%
滚装船	5,110	4,236	5,083	5,337	5,604
<i>YoY Growth</i>		-17%	20%	5%	5%
杂货船	3,871	9,460	11,163	11,163	11,163
<i>YoY Growth</i>		144%	18%	0%	0%
公司合计实现TCE水平	8,858	10,277	12,776	15,653	18,851
<i>YoY Growth</i>		16%	24%	23%	20%
收入 (美元 百万元)					
多用途船	2,117	2,593	3,005	3,747	4,377
重吊船	306	386	634	1,090	1,675
半潜船	378	222	448	549	623
汽车船	89	230	342	410	475
滚装船	398	207	104	32	13
杂货船	401	521	324	240	147
公司合计实现收入	3,690	4,160	4,857	6,068	7,311
<i>YoY Growth</i>		13%	17%	25%	20%
运量 (百万吨)					
多用途船	5.47	5.72	6.46	7.50	8.25
重吊船	0.24	0.56	0.89	1.43	2.04
半潜船	0.09	0.06	0.18	0.26	0.28
其他船型	2.67	1.74	1.85	1.35	0.65
公司合计实现运量	8.47	8.08	9.39	10.53	11.21
<i>YoY Growth</i>		-5%	16%	12%	6%
实际运价(美元/吨)					
多用途船	387	453	465	500	531
重吊船	1266	692	710	763	823
半潜船	4300	3641	2449	2142	2212
其他船型	333	551	415	504	975
公司合计实现运量	436	515	517	576	652
<i>YoY Growth</i>		18%	0%	11%	13%

资料来源: 公司信息, 中金公司研究部

盈利驱动因素：主要的业绩不确定性其实在于 BDI 和油价

我们认为公司业绩的主要上行风险是 BDI 反弹，主要下行风险是油价反弹。其他盈利的驱动因素包括：多用途和重吊船去程运费的上调幅度、半潜船的期租水平、新船交付节奏等。

多用途和重吊船去程运费由于客户黏性大波动较小，而在中国海外建设的工程设备需求向上的大趋势下，预计可以稳步提升但是幅度并不会过大，不确定的只是提升的幅度是 5% 还是 15%，因此经测算对整个公司的盈利影响反而并不如回程运费的影响那么大。半潜船虽然盈利能力较强，但是在公司船队结构中占比较小，所以影响也并不大。另外新船交付前后可能会有 1-3 个月的差异，但不至于会对公司整体盈利构成太大的影响。

2012 年盈利增量主要自于新船

单船盈利：在我们目前的运价假设下，每艘新多用途和重吊船在 2011/2012 年可以贡献 2400 万、2700 万的税后利润，每艘新半潜船 2011/2012 年可以贡献 2300 万、3000 万元。

船数增长：2011-2012 年新交付的多用途/重吊船均有 8 艘，2011 年交付的半潜船有 2 艘。按照交付月份加权测算，2011 年和 2012 年净增加的多用途/重吊船有效运力分别是 5.4 艘和 9.4 艘。2011 和 2012 年净增加的半潜船运力分别是 1.5 和 0.5 艘。

盈利贡献：我们按照上述计划和假设来测算，2011/2012 年新船型交付带来的盈利增量大约在 1.6 亿/2.8 亿。2012 年新船贡献的盈利占公司盈利总量的 40%，占当年盈利增量的 90%。

图表 17：新船的盈利贡献

	2011E	2012E		2011E	2012E
期租水平（美元/天）			单船利润（百万元）		
多用途重吊	23,000	25,000	多用途重吊	24	27
半潜	36,000	40,000	半潜	23	30
艘数增量			净利润增量（百万元）		
多用途重吊	5.4	9.4	多用途重吊	130	254
半潜	1.5	1.0	半潜	35	30
合计	6.9	10.4	合计	164	284

资料来源：公司信息，中金公司研究部

多用途和重吊船：去程货运费可控，不可控的是 BDI 和燃油成本

中远航运的船队未来主要由多用途和重吊船构成，去程货主要面向中国海外建设的工程货运输，包括机械设备和钢材等，回程主要运输当地生产的金属矿石、石材等。公司相对可控的是去程运价，而无法控制回程运价（受 BDI 影响）。就去程运价而言，公司如果提出上调运费的话，实际是上调以计费吨为衡量标准的实际运费而不是期租水平，因此燃油成本的波动可能带来去程 TCE 的变化。换言之，**公司对客户去程运费的调整、BDI 的波动、燃油成本的波动都会对多用途和重吊船的期租水平或者说盈利造成影响。**

- ▶ **多用途和重吊船的回程运费：**我们目前认为去程运费每年上调 5%-15% 左右的趋势相对确定，但回程运费的波动则非常大。虽然 2011 年 BDI 回落了 50%，Handy 的吨运费实际也只回落了 10%-15%。我们目前假设 2011 年的多用途和重吊船回程运费比 2010 年下滑 10%，但是 2012 年同比不变。如果 2012 年的回程运费回升 10% 接近于 2010 年水平的话，2012 年的净利润（EPS）将比我们目前的预测多 1.95 亿元（对应每股 0.12 元，或者从 0.41 提高到 0.53 元）。回程运费每上升 10%，EPS 提升 29%。

- ▶ **多用途和重吊船的去程运费：**我们目前假设 2011/2012 年连续两年去程运费上调 15%。我们认为每年上调的大趋势十分确定，不确定的仅是幅度。如果 2012 年去程运费上调只有 10%的话，2012 年的净利润（EPS）比我们目前的预测会低 8200 万元（对应每股 0.05 元）。去程运费每上升 10%，EPS 提升 28%。
- ▶ **燃油成本：**如果 2012 年 WTI 均值为 130 美元而非我们目前假设的 110 美元，而吨运费不变的话，净利润（EPS）将比我们目前的预测少 3.15 亿人民币（对应每股 0.18 元）。即燃油成本每上升 10%，EPS 下降 24%。

半潜船：对公司整体盈利影响不大

我们目前假设 2012 年的 4 条半潜船期租水平平均比 2011 年温和提升 10%。目前这一假设的上行风险主要来自墨西哥湾开采审批政策的放松，下行风险则来自半潜船的供给压力超预期。如果 2012 年的半潜船期租水平和我们的预测有 10%的差异的话，2012 年净利润（EPS）将比我们目前的预测相差 3200 万元（0.02 元），相对来讲对整体盈利的影响并不大。即半潜船期租水平每上升 10%，EPS 提升 5.5%。

图表 18：业绩的弹性测算

多用途船、重吊船 回程运费同比涨幅	2012E	
	EPS	%
20%	0.65	59%
10%	0.53	29%
0%	0.41	0%
-10%	0.29	-29%
-20%	0.17	-59%

多用途船、重吊船 去程运费同比涨幅	2012E	
	EPS	%
25%	0.51	24%
20%	0.46	12%
15%	0.41	0%
10%	0.36	-12%
5%	0.31	-24%

半潜船 期租水平同比涨幅	2012E	
	EPS	%
30%	0.45	10%
20%	0.43	5%
10%	0.41	0%
0%	0.39	-5%
-10%	0.37	-10%

燃油成本假设 WTI	2012E	
	EPS	%
130 18%	0.23	-44%
120 9%	0.32	-22%
110 0%	0.41	0%
100 -9%	0.50	22%
90 -18%	0.59	44%

资料来源：公司信息，中金公司研究部

图表 19：盈利预测调整汇总

(人民币百万)	2010	2011E	2012E
营业收入			
调整前	4,407	4,918	6,086
调整后	4,407	5,055	6,267
调整幅度（%）	0.0	2.8	3.0
净利润			
调整前	340	486	832
调整后	340	391	692
调整幅度（%）	0.0	-19.5	-16.8
EPS (元)			
调整前	0.20	0.29	0.49
调整后	0.20	0.23	0.41
调整幅度（%）	0.0	-19.5	-16.8

资料来源：公司信息，中金公司研究部

估值建议：中报前后等待好的介入机会，予以 7-10 元交易区间

公司长期看来将以打造专业化的重吊船、半潜船船队为目标，逐步退出汽车船、滚装船和低端杂货船多用途船市场。预计 2013 年底，公司将形成 48 艘多用途船、20 艘重吊船、4 艘半潜船、3 艘汽车船构成的专业化特种船运公司。其中重吊和多用途船形成 100 吨以下吊杆，400-500 吨吊杆、700 吨吊杆三个层次的梯队。我们从三个角度对公司的价值予以判断：

- **从远期市值来看估值上限：**2013 年底公司第一阶段的船队更新就告一段落，因此 2014-2015 年的业绩能够真实反映公司远期的价值。我们按照各船型的中等景气度来测算公司届时的盈利情况。

多用途和重吊船：我们假设的逻辑是去程运价 2011-2015 年每年提升 10%-15%；回程运价 2011 回落 10%，2012 持平 2013-2015 连续三年每年回升 5%。这样的话旧船型 2015 年最终达到 1.4 万美元/天的期租水平，相当于 08 年的 7 成，但比 07 年略高；而新船型 2015 年达到 3.5 万美元/天比目前的水平高 7 成。我们认为达到这个水平的前提是 BDI 回到 4000 点以上，而且公司的航线和网络布局逐步显示效应以保证公司在重大件设备运输上保持优势。

半潜船：我们假设的逻辑是 2011-2015 年期租水平逐步回升，其中旧船型 2015 年达到 3.4 万美元的期租水平，略高于 07 年但比 08 年低，而新船型的期租水平持续从目前 3.5 万美元提升至 2015 年的 5 万美元。

如果上述情形可以实现，那么 2015 年公司的每股收益有望达到 1.18 元，即使按照 15 倍的稳定公司市盈率来计算，公司届时的合理股也会达到 18 元。

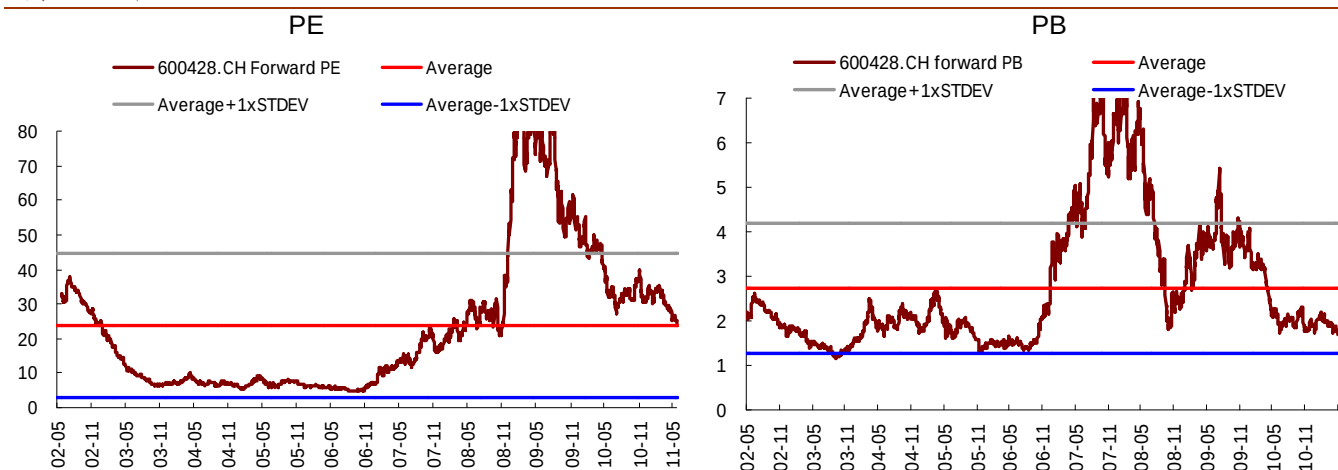
- **从重置价值来看估值下限：**目前公司船队的重置价值经测算约为 5.9 元，目前股价对应的船队价值倍数约 1.3 倍。而 2009 年公司船队价值是 4.5 元，08 年 11 至 09 年 1 月市场情绪低迷的时候股价对应的船队价值倍数也有 1.2 倍，因此公司目前的股价下跌空间不大。我们按照 1.2 倍的船队价值倍数予以低端估值 7.0 元。
- **年内目标价 7-10 元，中报前后存在较好的介入机会：**我们预计较差的中报业绩前，市场担忧情绪仍会持续，因此股价有望回落到我们目标区间下限，提供良好的介入机会。目前海外局势的不稳定抑制了投资者对于海外工程建设相关板块的情绪，而 BDI 的空前低迷也显著的抑制了航运板块整体的估值水平。我们认为如果四季度中国宏观政策略有放松 BDI 借旺季略有反弹，而海外局势趋稳的话，中远航运的股价也有望出现回升。公司三季度起有较多的多用途和重吊船交付，会支撑四季度的业绩出现较为明显的环比回升，也有利于公司股价的表现。因此我们的建议是中报前择机介入，持有后等待市场情绪的好转，予以今年年内 7-10 元的目标交易区间。

图表 20：中远航运船队重置价值测算

人民币百万元	2009-1-5	2011-5-13
现有船队价值	3,363	7,669
在手订单价值	2,269	1,573
净现金	458	750
合计重置价值	6,090	9,992
股份数（百万股）	1,310	1,690
每股船队重置价值（元）	4.65	5.91
	2009-1-5	2011-5-13
股价（元）	6.56	7.57
倍数	1.41	1.28

资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 21: 中远航运 PE/PB Band



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

图表 22: A 股航运公司估值表

				每股收益			市盈率			市净率			净资产收益率 (%)		
公司股票代码		评级	股价	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
国内A股公司															
中远航运*	600428 CH Equity	推荐	7.21	0.20	0.23	0.41	35.9	31.1	17.6	2.7	1.8	1.6	7.5	5.6	9.2
中海集运*	601866 CH Equity	推荐	3.93	0.36	0.14	0.26	10.9	28.2	15.3	1.6	1.5	1.4	14.4	5.3	9.0
招商轮船*	601872 CH Equity	中性	4.09	0.18	0.13	0.17	22.8	30.4	24.3	1.4	1.4	1.3	6.3	4.6	5.4
长航油运*	600087 CH Equity	中性	5.68	0.01	0.04	0.11	1,035.5	147.1	51.9	2.1	2.1	2.0	0.2	1.4	3.8
中国远洋*	601919 CH Equity	审慎推荐	8.82	0.66	0.12	0.35	13.3	73.7	25.0	1.9	1.8	1.7	14.2	2.5	6.9
宁波海运	600798 CH Equity	n.a	4.71	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
中海海盛	600896 CH Equity	n.a	6.12	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
长航凤凰	000520 CH Equity	n.a	5.11	0.05	n.a	n.a	102.2	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
平均值							176.6	53.9	23.8	1.8	1.6	1.5	8.5	4.8	7.8
中值							22.8	30.8	21.0	1.7	1.6	1.5	8.0	5.0	8.0

资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

图表 23: 财务简表

	2008	2009	2010	2011 E	2012 E
损益表 (百万元)					
营业收入	6,901	3,902	4,407	5,055	6,267
(+/-)	30%	-43%	13%	15%	24%
多用途船	4,100	2,117	2,593	3,005	3,747
(+/-)	29%	-48%	22%	16%	25%
杂货船	1,063	401	521	324	240
(+/-)	26%	-62%	30%	-38%	-26%
其他船型	1,738	1,383	1,292	1,726	2,280
(+/-)	33%	-20%	-7%	34%	32%
营业毛利	2,000	329	617	636	1,067
(+/-)	23%	-84%	88%	3%	68%
减: 管理费用	-275	-220	-260	-260	-272
财务费用	21	25	39	78	70
营业利润	1,736	82	360	419	829
(+/-)	28%	-95%	339%	16%	98%
利润总额	1,731	128	418	480	849
(+/-)	18%	-93%	227%	15%	77%
减: 所得税	268	7	81	93	165
少数股东权益	14	-14	-3	-5	-8
净利润	1,448	136	340	391	692
(+/-)	35%	-91%	151%	15%	77%
摊薄每股盈利	0.86	0.08	0.20	0.23	0.41
(+/-)	-48%	-91%	151%	15%	77%
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流量净额	1,727	162	598	666	1,184
投资活动现金流量净额	-525	-760	-1,735	-683	-177
筹资活动现金流量净额	609	201	1,762	1,865	-68
净现金流入(出)	1,784	-403	582	1,849	939
资产负债表 (百万元)					
流动资产	3,189	2,671	3,320	5,212	6,230
总资产	7,125	7,328	10,120	12,388	13,068
流动负债	1,234	1,445	2,425	2,288	2,423
总负债	2,674	3,058	5,563	5,426	5,560
少数股东权益	85	37	34	29	20
净资产	4,451	4,271	4,557	6,963	7,508
负债及所有者权益	7,125	7,328	10,120	12,388	13,068
摊薄每股净资产	2.6	2.5	2.7	4.1	4.4
财务比率					
增长					
收入	30%	-43%	13%	15%	24%
息税前利润	22%	-97%	461%	6%	123%
税前利润	18%	-92%	196%	15%	77%
净利润	35%	-91%	151%	15%	77%
摊薄每股盈利	35%	-91%	151%	15%	77%
利润率					
毛利率	29%	8%	14%	13%	17%
息税前利润率	25%	1%	7%	7%	12%
税前利润率	25%	3%	9%	9%	14%
净利润率	21%	3%	8%	8%	11%
资产周转比率					
总资产周转率	97%	53%	44%	41%	48%
固定资产周转率	178%	85%	66%	71%	93%
流动性比率					
现金比率	2.2	1.6	1.2	2.1	2.3
流动比率	2.6	1.8	1.4	2.3	2.6
杠杆比率					
净债务权益比率	-31%	-9%	29%	-11%	-23%
资产负债率	39%	42%	55%	44%	43%
息税前利润/净财务费用	-81.1X	-2.3X	-8.1X	-4.4X	-10.8X
杜邦分析					
净利润率	21%	3%	8%	8%	11%
资产周转率	97%	53%	44%	41%	48%
资产/股东权益	1.6	1.7	2.2	1.8	1.7
净资产回报率	33%	3%	8%	6%	9%

资料来源: 公司信息, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

截至报告发布之日前十二个月，中金公司为海丰国际提供过投资银行服务。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED