

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

运量同比增速回升至双位数，燃油成本上涨侵蚀利润

事件描述

中远航运公布 2011 年 5 月生产数据：

- 2011 年 5 月，中远航运船队总计完成运量 71.8 万吨，同比上升 17.0%，环比下降 5.1%，同比增速从 4 月的 8.2% 回到了两位数，而 1-5 月的累计增速也回升到了 9.3%。
- 分船型看，5 月除滚装船以外，其余 5 个船型的单月运量均实现同比增长。1) 多用途船完成运量 49.0 万吨，同比上升 14.5%，环比上升 7.6%。2) 重吊船完成运量 7.3 万吨，同比上升 73.9%，环比上升 88.3%。5 月交付了第 4 艘 2.8 万吨重吊船“大翠云”。3) 半潜船完成运量 0.3 万吨，而去年同期和今年 4 月均无运量结算完成。
- 5 月下旬中海油接连 2 天传来重量级海工设备完工交付的喜报，尽管这可能只是时间上的偶然，但背后传递的信息则是：我国在“十二五”期间大力扶持海工装备行业的海洋经济产业政策将坚定落实，未来高端的国产海工设备不断交付将成为常态。这一过程不仅将培育和壮大一批国内的海工设备制造型企业，也将为产业链后端的相关服务型企业提供一片广阔的蓝海，比如提供设备运输服务的中远航运。
- 截止 6 月 3 日，二季度 380 号船用燃油的均价为 654.7 美元/吨，较一季度的 583.5 美元/吨上升了 12.2%。此外考虑到公司在一季度尚可以消耗部分的低价库存燃油，而二季度这部分因素也将逐渐消失。
- 2 季度总体运价水平环比 1 季度基本持平，但成本，特别是燃油成本将相对 1 季度环比上涨，我们预期 2 季度公司业绩环比实现增长有难度。在行业供求关系没有发生变化的背景下，上涨的油价无法有效的传导至客户，大部分上涨的成本由航运公司承担，这一点使得 2011 年整体航运公司业绩将低于我们以往预期。短期暂维持 2011-2013 年公司业绩分别为 0.30 元、0.58 元和 0.87 元的预测。考虑到公司优秀的管理水平，在行业低谷期高瞻远瞩，趁机调整船型结构，以图在未来新一轮周期成为行业龙头，基于中长期的角度，维持“推荐”评级。

事件评论

第一，运量同比增速重回双位数

2011年5月，中远航运船队总计完成运量71.8万吨，同比上升17.0%，环比下降5.1%，同比增速从4月的8.2%回到了两位数，而1-5月的累计增速也回升到了9.3%。除滚装船以外，其余5个船型的单月运量均实现同比增长，其中重吊船和多用途船完成运量同比分别增长73.9%和14.5%，半潜船完成3000吨运量，去年同期无运量。

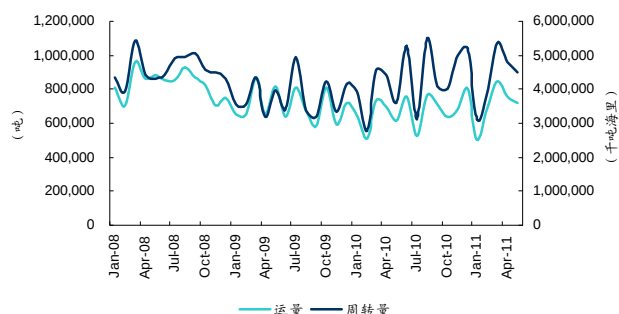
5月公司完成周转量45.0亿吨海里，同比上升24.5%，环比下降6.2%。营运率为98.4%，同比上升6.6个百分点；航行率56.4%，同比下降3.3个百分点；载重率65.5%，同比下降12.2个百分点；燃油单耗7.2千克/千吨海里，今年1-5月累计燃油单耗为7.0千克/千吨海里，比去年同期上升4.5%。

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
May-11	717,918	4,500,852	98.4	56.4	65.5	7.2

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



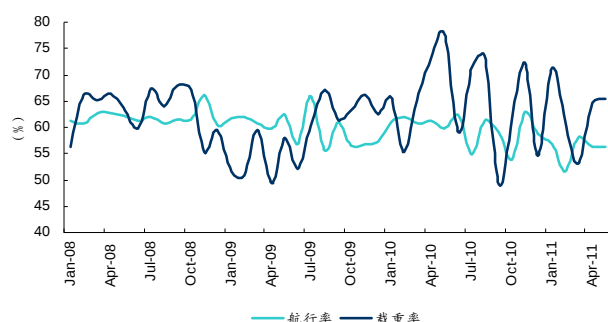
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：中远航运船队营运率



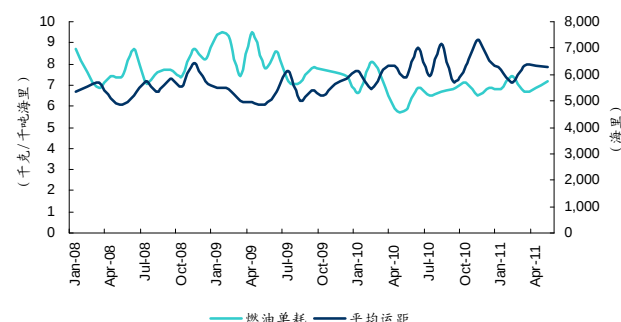
资料来源：公司公告，长江证券研究部

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，主力船型运量同比皆增

5月，分船型运量方面，除滚装船以外，其余5个船型的单月运量均实现同比增长：

多用途船完成运量 49.0 万吨，同比上升 14.5%，环比上升 7.6%，占总运量的 68.2%。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 16.67%和 11.11%，环比维持。

重吊船完成运量 7.3 万吨，同比上升 73.9%，环比上升 88.3%，占总运量的 10.18%。公司 2.8 万吨重吊船“大翠云”于 5 月 20 日在山东黄海船厂交付，其单吊能力 200 吨，并吊能力达 400 吨，交付以后公司拥有的 2.8 万吨重吊船数量达到 4 艘，加上另外 4 艘 1.7 万吨重吊船，公司的重吊船队总规模为 8 艘或 18.16 万吨。

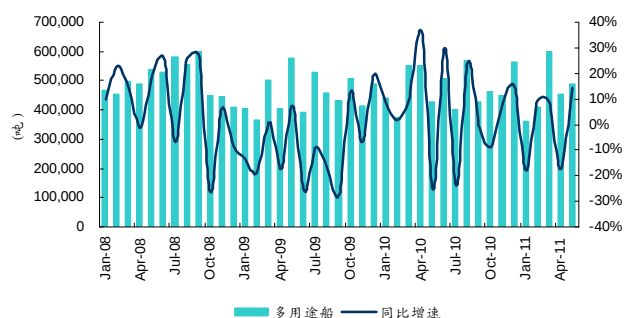
半潜船完成运量 0.3 万吨，去年同期和今年 4 月均无运量完成。半潜船市场滞后于经济复苏，2011 年，市场需求有较大改善。全球经济增长、高涨的油价以及新一轮钻井平台维修、更替高峰的来临，将推动半潜船市场迎来下一个高峰。公司 5 万吨半潜船初期仍以打品牌为主，积累超大型平台运输经验，为市场全面复苏打基础、做准备。

杂货船完成运量 10.8 万吨，同比上升 28.5%，环比下降 40.7%，占总运量的 15.1%。灵便型散货船市场景气度在反弹后近期维稳，5 月份 BHSI 指数的均值为 787，与 4 月基本持平。未来，公司将逐步淘汰该船型。

汽车船完成运量 1.6 万吨，同比上升 78.5%，环比下降 38.2%，占总运量的 2.2%。

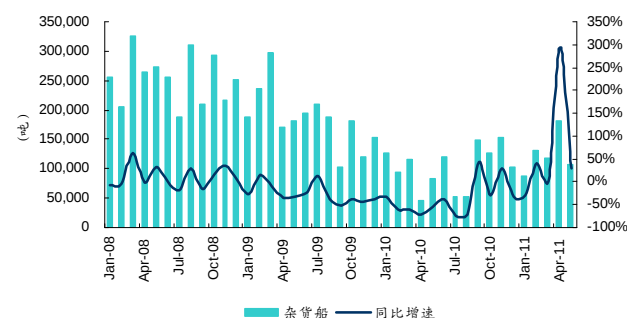
滚装船完成运量 2.8 万吨，同比下降 44.5%，环比下降 48.5%，占总运量的 4.0%。

图 5: 中远航运多用途船运量



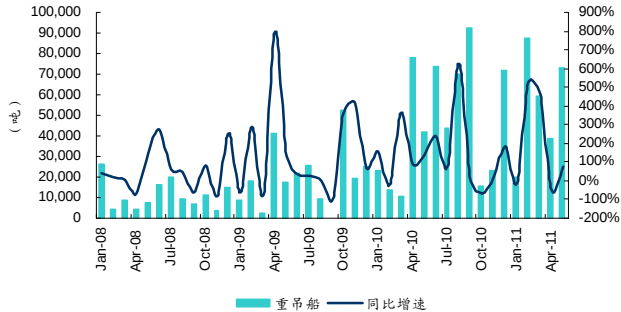
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 6: 中远航运杂货船运量



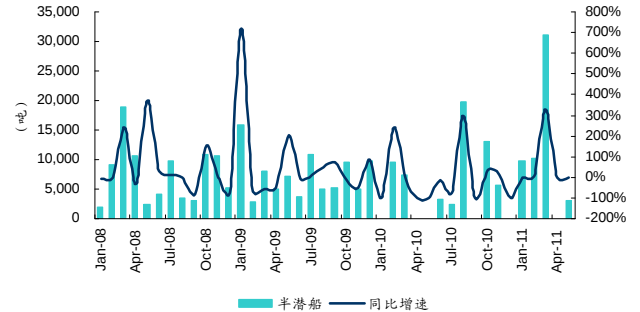
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 7：中远航运多重吊船运量



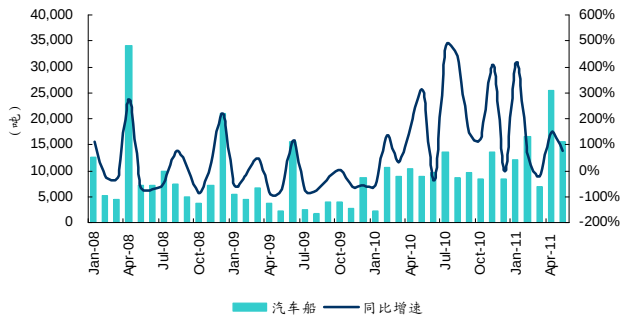
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 8：中远航运半潜船运量



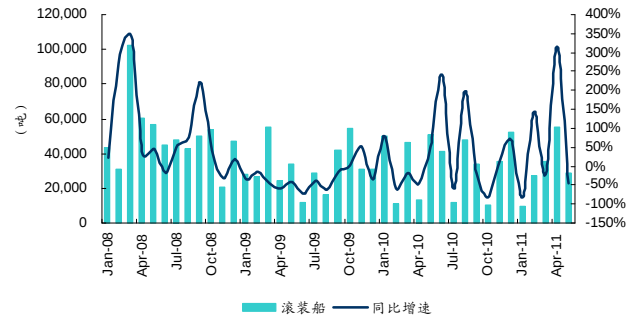
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 9：中远航运多汽车船运量



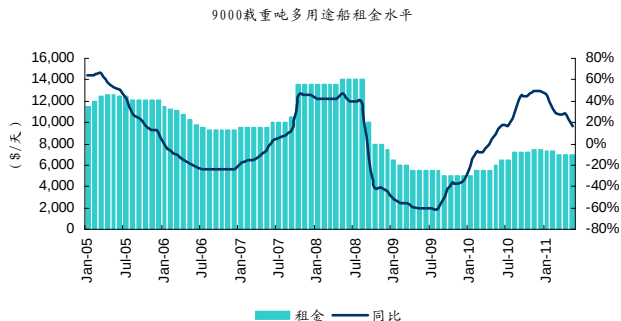
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 10：中远航运滚装船运量



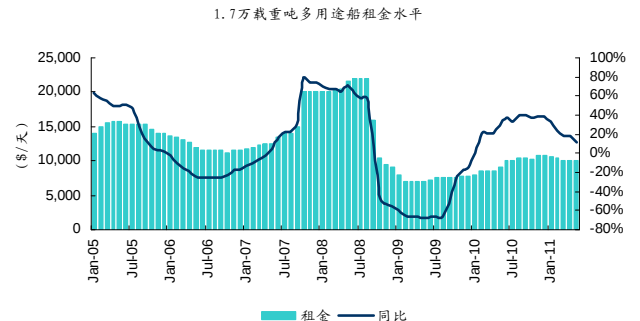
资料来源：公司公告，长江证券研究部

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，深海“掘金”，拥抱蓝海

5月23日，由中海油全额投资60亿元、中船集团上海外高桥造船承建的当今全球最先进的第六代深水半潜式钻井平台——“海洋石油981”，宣布将投入使用，填补了中国在深水装备领域的空白。

5月24日，中海油和熔盛重工联手打造的全球第一艘3000米级深水铺管起重船，宣布进入最后试航交船阶段。这是中海油打造其南海“大庆”的重要组成装备，使得中海油跻身世界3000米深水开发俱乐部，也是熔盛重工进军高端海工的标志。

中海油接连2天传来重量级海工设备完工交付的喜报也许只是偶然，但背后传递的信息则是：在全球油价的上涨、海洋油气勘探开发加速的背景下，我国在“十二五”期间大力扶持海工装备行业的海洋经济产业政策将坚定落实，目前中国是全球海上移动式钻井装置和生产装置订单最多的国家之一，未来高端的国产海工设备不断交付将成为常态。这一过程不仅将培育和壮大一批国内的海工设备制造型企业（熔盛重工、中船集团、中集集团、振华重工等），也将为产业链后端的相关服务型企业提供一片广阔的蓝海，比如提供设备运输服务的中远航运。

图 13：海洋油气资源开采步骤及对运输的需求



资料来源：长江证券研究部

表 2：移动式海上钻井装置订单分布

生产国	钻井船	半潜式	自升式	钻井驳船	总计
中国	2	11	20	1	34
韩国	29	2		1	32
新加坡	2	9	12	2	25
阿联酋		3	7	1	11
俄罗斯		5	2		7
印尼			4		4
美国			4		4
印尼			3		3
伊拉克			3		3
巴西			2		2
其他	2	3	11	3	19

总计	35	33	68	8	144
----	----	----	----	---	-----

资料来源: Clarksons, 长江证券研究部

表 3: 海上移动式生产装置订单分布

生产国	浮式生产	半潜式	自升式	半永久	总计
韩国	16	1			17
中国	5	1			6
日本	3				3
巴西		2			2
克罗地亚	1				1
德国	1				1
马来西亚		1			1
荷兰			1		1
葡萄牙	1				1
南非			1		1
其他	9		2	2	13
总计	36	5	4	2	47

资料来源: Clarksons, 长江证券研究部

第四, 2 季度成本上涨吞噬利润, 基于长期角度维持“推荐”评级

截止 6 月 3 日, 二季度 380 号船用燃油的均价为 654.7 美元/吨, 较一季度的 583.5 美元/吨上升了 12.2%。此外考虑到公司在一季度尚可以消耗部分的低价库存燃油, 而二季度这部分因素也将逐渐消失。

2 季度总体运价水平环比 1 季度基本持平, 但成本, 特别是燃油成本将相对 1 季度环比上涨, 我们预期 2 季度公司业绩环比实现增长有难度。在行业供求关系没有发生变化的背景下, 上涨的油价无法有效的传导至客户, 大部分上涨的成本由航运公司承担, 这一点使得 2011 年整体航运公司业绩将低于我们以往预期。短期暂维持 2011-2013 年公司业绩分别为 0.30 元、0.58 元和 0.87 元的预测。考虑到公司优秀的管理水平, 在行业低谷期高瞻远瞩, 趁机调整船型结构, 以图在未来新一轮周期成为行业龙头, 基于中长期的角度, 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	35.40	24.08	12.35	8.15
其他	-60	0	0	0	PEG	0.56	0.38	0.20	0.13
筹资活动现金流净额	1762	1636	60	-170	PB	2.06	1.32	1.18	1.02
现金净流量	625	207	472	859	EV/EBITDA	24.27	13.88	7.26	4.53
					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。