

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

8 月运量止跌回升，等待经营环境改善

事件描述

中远航运公布 2011 年 8 月生产数据：

- 2011 年 8 月，中远航运船队总计完成运量 79.1 万吨，同比上升 3.1%，环比上升 19.5%。8 月公司完成周转量 50.8 亿吨海里，同比下降 7.8%，环比上升 27.4%。公司月度运量和周转量在连续 4 个月环比回落后，出现了回升，从构成来看主要是靠多用途船运量的回升支撑。
- 8 月，多用途船、杂货船和汽车船运量同比环比皆上升，其余船型运量同比下降。1) 多用途船完成运量 57.6 万吨，同比上升 1.3%，环比上升 43.9%，运量连续 2 个月环比下降后有所回升，公司今年出售了 3 艘合计 4.33 万吨多用途船，且尚未有交付记录，因此我们判断运量的月度间变化主要是因结算周期的起始所致。2) 重吊船完成运量 5.4 万吨，同比下降 23.3%，环比下降 41.6%。3) 半潜船完成运量 1.3 万吨，同比下降 34.1%。最近交付的 5 万吨半潜船“祥瑞口”首航在大连成功浮装深水铺管作业船往挪威，在“祥瑞口”交付后，公司的半潜船队规模达到 4 艘、14 万载重吨，半潜船在手订单已交付完毕，公司承运大型海洋工程产品综合实力稳居世界前三。
- 上半年地区局势动荡、日本地震等因素限制了需求的恢复，期租水平不升反降和燃油成本迅速窜升，导致上半年尤其是 2 季度主业业绩低于市场预期。2011 年 1-8 月交付的多用途船新运力为 6.2 万 TEU，而根据 Clarksons 的数据，今年剩余 4 个月待交付运力则高达 14 万 TEU，即使假设 60% 不到的交付比例，实际交付量也将达到 8.3 万 TEU，运价的复苏之路短期内愈发坎坷。我们认为，市场经营环境的恶化是业绩回落的主因，公司管理层的运营风格一贯稳健而具有前瞻性，目前回调后的股价再次进入了可配置区间。我们预计 2011-2013 年公司业绩分别为 0.19 元、0.39 元和 0.51 元，对应 PE 分别为 30.74 倍、15.14 倍和 11.41 倍，维持“推荐”评级。

事件评论

第一，总运量连续回落 4 个月后反弹

2011 年 8 月，中远航运船队总计完成运量 79.1 万吨，同比上升 3.1%，环比上升 19.5%。8 月公司完成周转量 50.8 亿吨海里，同比下降 7.8%，环比上升 27.4%。公司月度运量和周转量在连续 4 个月环比回落，出现了回升，从构成来看主要是靠多用途船运量的回升支撑。

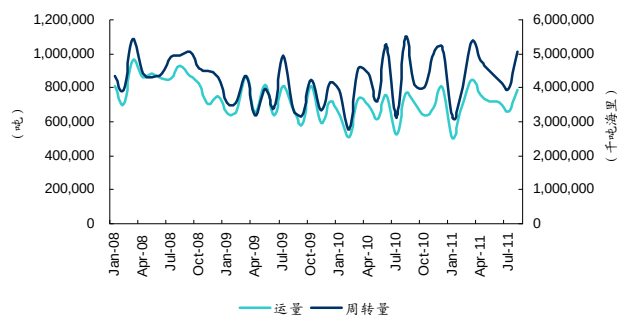
8 月，营运率为 98.2%，同比上升 2.7 个百分点；航行率 59.0%，同比下降 2.2 个百分点；载重率 61.9%，同比下降 11.7 个百分点；燃油单耗 8.0 千克/千吨海里，比去年同期上升 19.4%。

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
Jun-11	710,590	4,200,085	98.3	65.7	63.2	7.9
Jul-11	661,787	3,989,081	92.6	55.4	69.3	7.0
Aug-11	791,050	5,080,214	98.2	59.0	61.9	8.0

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



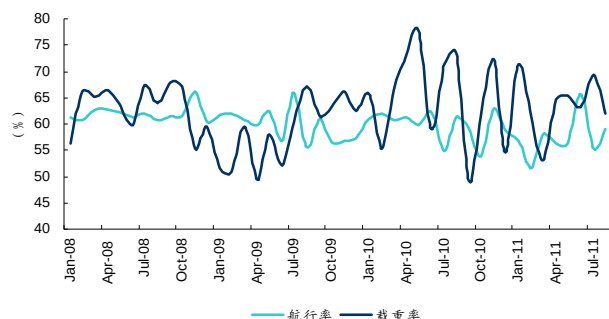
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：中远航运船队营运率



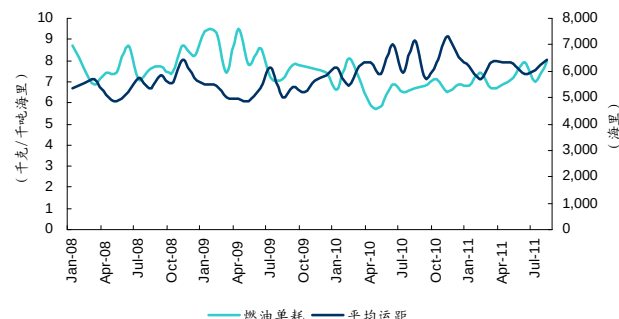
资料来源：公司公告，长江证券研究部

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, 多用途船运量回升, 其余船型涨跌互现

8 月, 多用途船、杂货船和汽车船运量同比环比皆上升, 其余船型运量同比下降。

多用途船完成运量 57.6 万吨, 同比上升 1.3%, 环比上升 43.9%, 占总运量的 72.8%。运量连续 2 个月环比下降后有所回升, 公司今年出售了 3 艘合计 4.33 万吨多用途船, 且尚未有交付记录, 因此我们判断运量的月度间变化主要是因结算周期的起始所致。Clarksons 最新统计的 9000 吨和 1.7 万吨多用途船运价分别为 6000 美元/天和 9300 美元/天, 同比分别下降 16.67% 和 11.43%, 环比维持, 外围经济不稳定对需求的影响正透过运价逐渐显现。另外, 公司的 2 艘 2.7 万吨多用途船“芙蓉松”和“莲花松”分别于 7 月 30 日和 8 月 8 日命名下水, 预计将于近期交付。

重吊船完成运量 5.4 万吨, 同比下降 23.3%, 环比下降 41.6%, 占总运量的 6.8%。公司在黄海造船订造的第 6 艘 2.8 万吨重吊船“大彤云”于 8 月 8 日命名下水, 预计将于近期交付。

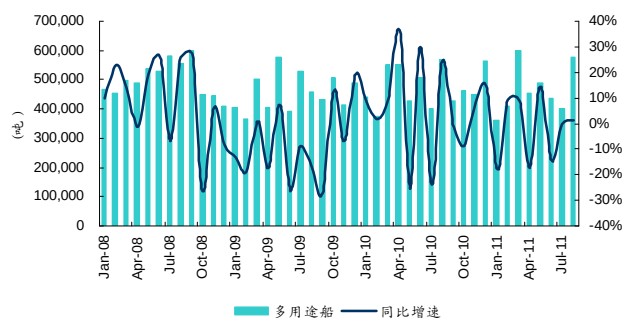
半潜船完成运量 1.3 万吨, 同比下降 34.1%。8 月 21 日, 中远航运 5 万吨半潜船“祥瑞口”首航在大连成功浮装深水铺管作业船往挪威, 深水铺管作业船“DEEP ENERGY”是 TECHNIP 公司的专业深水铺管作业船。在“祥瑞口”交付后, 公司的半潜船队规模达到 4 艘、14 万载重吨, 公司承运大型海洋工程产品综合实力稳居世界前三。公司 5 万吨半潜船初期仍以打品牌为主, 积累超大型平台运输经验, 为市场全面复苏打基础、做准备。

杂货船完成运量 10.8 万吨, 同比上升 104.1%, 环比上升 40.9%, 占总运量的 13.6%。目前公司仅剩 1 艘 1.67 万吨的自有杂货船, 不过公司租入了 20 艘左右的杂货船, 大部分的运量来自租入船舶。

汽车船完成运量 2.9 万吨, 同比上升 234.3%, 环比上升 71.0%。公司今年上半年交付了 2 艘汽车船, 总车位数从不到 4000 个增长到 1.4 万个。8 月 12 日, 中远日邮租入船 GLORIOUS EXPRESS (光荣快航) 共计装载车辆 4758 辆顺利离开上海海通码头驶向巴西, 刷新了公司单船汽车出口新高。

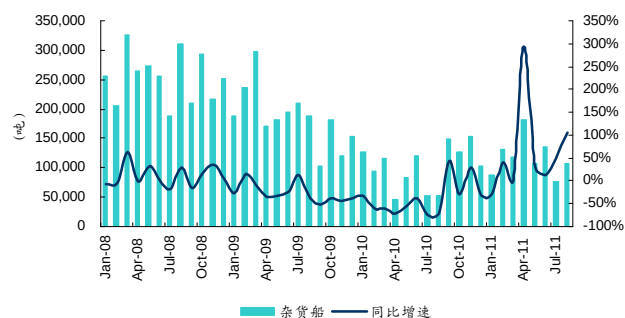
滚装船完成运量 1.2 万吨, 同比下降 75.9%, 环比下降 84.9%。

图 5：中远航运多用途船运量



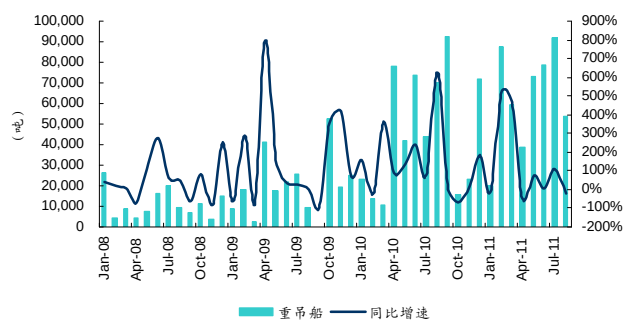
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 6：中远航运杂货船运量



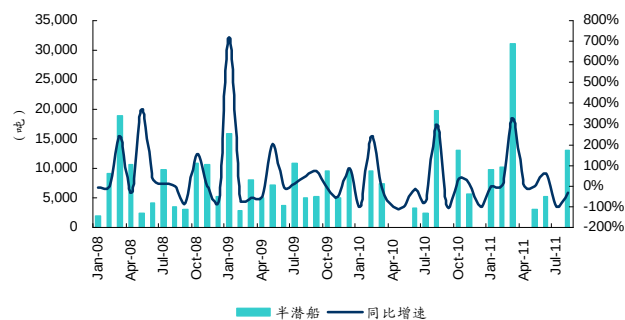
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 7：中远航运多重吊船运量



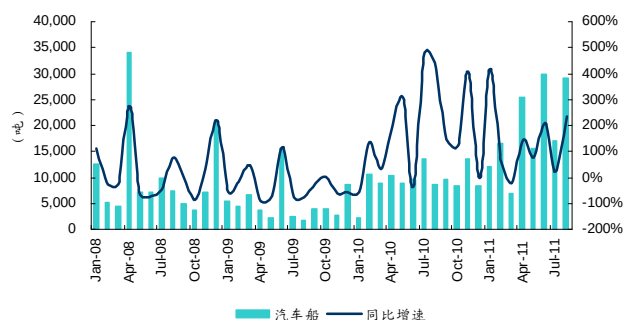
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 8：中远航运半潜船运量



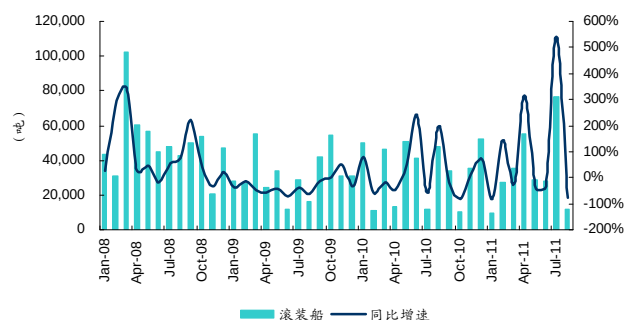
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 9：中远航运多汽车船运量



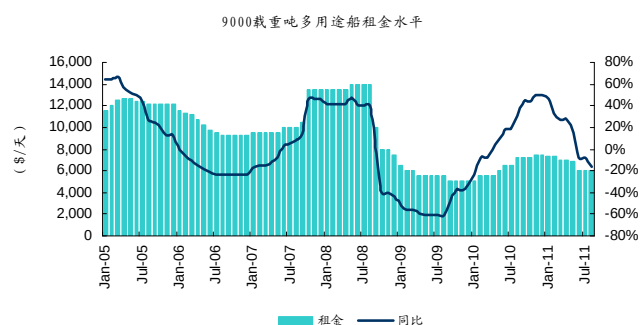
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 10：中远航运滚装船运量



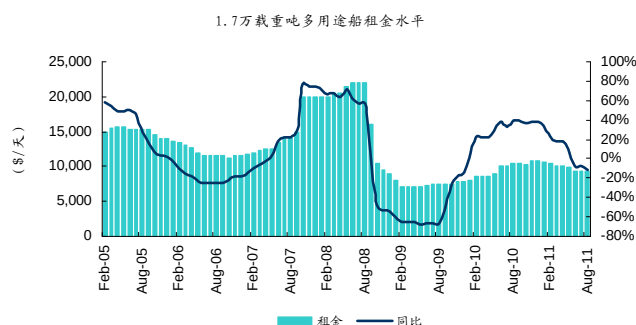
资料来源：公司公告，长江证券研究部

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，股价回调进入可配置区间

上半年地区局势动荡、日本地震等因素限制了需求的恢复，期租水平不升反降和燃油成本迅速窜升，导致上半年尤其是 2 季度主业业绩低于市场预期。2011 年 1-8 月交付的多用途船新运力为 6.2 万 TEU，而根据 Clarksons 的数据，今年剩余 4 个月待交付运力则高达 14 万 TEU，即使假设 60% 不到的交付比例，实际交付量也将达到 8.3 万 TEU，运价的复苏之路短期内愈发坎坷。而船用燃油价格回落也有限，布伦特油价从年内高点已经回落 11.4%，而 380 船用燃油价格仅比年内高点低了 2.9%。我们认为，市场经营环境的恶化是业绩回落的主因，公司管理层的运营风格一贯稳健而具有前瞻性，目前回调后的股价再次进入了可配置区间。

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，公司下半年业绩继续回落的空间有限，很可能是业绩筑底的过程，而 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 0.19 元、0.39 元和 0.51 元，对应 PE 分别为 30.74 倍、15.14 倍和 11.41 倍，维持“推荐”评级。

风险提示

全球经济二次探底或中东北非等地区局势恶化导致多用途船运价回升受阻；燃油价格再次高企。

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	5463	6672	8220	货币资金	2877	3005	3336	3946
营业成本	3757	4667	5319	6447	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	650	797	1353	1773	应收账款	149	188	229	283
% 营业收入	14.7%	14.6%	20.3%	21.6%	存货	138	177	202	245
营业税金及附加	32	40	49	60	预付账款	142	176	200	243
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	14	18	21	26
销售费用	36	44	53	66	流动资产合计	3320	3564	3989	4743
% 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	322	394	485	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	-20	0	11	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.9%	-0.4%	0.0%	0.1%	固定资产合计	6694	8558	9389	10195
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	411	857	1152	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	8.2%	7.5%	12.8%	14.0%	资产总计	10120	12168	13425	14983
营业外收支	57	0	0	0	短期贷款	1325	1009	1403	1831
利润总额	418	411	857	1152	应付款项	546	678	773	936
% 营业收入	9.5%	7.5%	12.8%	14.0%	预收账款	50	60	73	90
所得税费用	81	90	206	288	应付职工薪酬	255	315	358	434
净利润	337	321	651	864	应交税费	122	141	274	375
归属于母公司所有者的净利润	340.0	320.6	651.0	863.9	其他流动负债	128	160	183	222
少数股东损益	-3	0	0	0	流动负债合计	2425	2362	3065	3889
EPS (元/股)	0.20	0.19	0.39	0.51	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	414	1101	1405	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	5226	5929	6753
收回现金					归属于母公司	4523	6909	7462	8197
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	-2055	-1067	-1082	股东权益	4557	6943	7496	8230
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	10120	12168	13425	14983
投资活动现金流净额	-1735	-2055	-1067	-1082	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	0.190	0.385	0.511
银行贷款增加 (减少)	1192	-316	395	428	BVPS	3.45	5.27	5.69	6.25
筹资成本	30	-28	-98	-140	PE	28.99	30.74	15.14	11.41
其他	-60	0	0	0	PEG	0.80	0.84	0.42	0.31
筹资活动现金流净额	1762	1769	297	287	PB	1.69	1.11	1.02	0.93
现金净流量	625	128	331	610	EV/EBITDA	19.82	15.90	8.52	6.34
					ROE	7.5%	4.6%	8.7%	10.5%

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。