

中远航运 (600428.sh)

业务模式创新, 特种船队未来竞争力进一步加强

杨志清 分析师

电话: 021-68828417

eMail: yzq3@gf.com.cn

执业编号: S0260511020011

货量需求稳定, 公司市场占有率稳步提升

公司承运的主要是设备货、重大件货, 这类需求主要来自于不发达国家, 该类国家属于资源财政, 只要能源价格不出现大幅下跌, 重大基建项目以及能源投资不会停止, 需求较为平稳。

公司目前正在经历最困难的时期

(1) 虽然货量稳定, 但由于通胀和人民币升值, 整个产业链的利润正在逐渐摊薄, 公司运价难以上涨。(2) 相比金融危机时燃油成本上涨约 50%、人工成本上涨 20%。成本上涨压力导致公司盈利下滑。

中转业务提高运作效率, 增强区域竞争力

公司逐渐开展中转业务, 加大了班轮的运作效率, 增加区域竞争力。

业务战略规划明确

(1) 优质运力向高价值货、高附加值货倾斜; 加大日韩的揽货力度。
 (2) 主力船型 2.7 万 DWT 多用途船和 2.8 万 DWT 重吊船进行干线运输, 连接亚、欧、非、美洲; 同时通过中转业务进行区域物流配送。预计未来 3 年公司船队基本完善。

投资建议

考虑到 (1) 三季度 BDI 大幅反弹, 公司回程收入有所改善; (2) 油价较二季度有所下跌, 预计公司燃油成本较上半年有所下降。(3) 上半年油价高涨, 可能会导致下半年海工装备运输需求高涨。我们预计公司下半年业绩高于上半年, 预计 2011 年下半年 EPS 为 0.13 元, 全年为 0.22 元。

风险提示

欧债危机进一步恶化;

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3901.59	4406.78	4291.78	5265.98	5622.84
增长率(%)	-43.46%	12.95%	-2.61%	22.70%	6.78%
EBITDA(百万元)	201.69	490.11	447.04	736.68	577.81
净利润(百万元)	135.50	339.95	281.88	480.95	641.85
增长率(%)	-90.64%	150.89%	-17.08%	70.62%	33.46%
每股收益(元)	0.10	0.26	0.22	0.37	0.49
市盈率	102.03	32.15	28.22	16.54	12.39
市净率	3.27	2.42	1.61	1.46	1.31
EV/EBITDA	66.69	24.98	22.56	14.09	16.76

数据来源: 中远航运股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级



当前价格	5.92 元
合理价值	7.50 元
前次评级	持有

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-6.62	-16.50	-28.24
沪深 300	-4.08	-7.50	-6.84

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

1690/1690

主要股东:

中国远洋运输(集团)总公司

主要股东持股比例 50.52%

流通 A 股比例 100.00%

财务比率

ROE	7.52%
ROA	3.90%
资产负债率	54.97%

2010 年报数据

公司经营情况——中短期偏悲观，长期乐观

■ 货量平稳：货量稳步提升，需求较为平稳。

设备货、重大件货的需求主要来自于不发达国家，该类国家属于资源财政，只要能源价格不出现大幅下跌，重大基建项目以及能源投资不会停止，需求较为平稳。同时，由于工程存在建设周期，中远航运的货运量与市场经济状况存在一定的滞后性。

中远航运自有60多条船，租了20多条，目前运营的船舶大概90多条。营运运力209万载重吨，历史最高。多用途船从来没有停航和封航的记录，从量角度，并没有下滑。

■ 运价难以上涨，成本上涨幅度较大

通胀上扬、需求不足，导致整个公司所处的整个产业链的利润在不断摊薄，公司运价难以上涨。（1）公司客户的利润水平很低，无法进行利润挤占；（2）长期客户的战略性维系。

燃油成本和人工成本的上涨是当前公司业绩最大的威胁。燃油价格较金融危机时水平上涨了约50%，同时人工成本亦大幅上涨（中远的船员工资接近欧盟标准）。

总体而言，目前公司的2.7万DWT多用途船和2.8万DWT重吊船期租水平约为1.7万美元/天左右。2011年中期公司多用途船和重吊船期租水平平均为0.9万美元/天和1.2万美元/天。

船队规划：稳步扩张，战略扩张。

公司运力稳步扩张，预计2011年后续还将有3条船交付，2012和2013年分别有7-8条船交付。同时公司还将在最近2年陆续拆解掉6-7条25年船龄以上的老船。预计未来3年后公司的船队框架将构建完成。届时，公司依托于2.7万吨多用途船和2.8万吨重吊船开展优质班轮运输服务，通过中转业务将班轮干线拓展至欧洲、美洲。

业务规划：高质量运力向“高价值货、高运价地区的货”倾斜

多运高价值货（高铁、钻井平台等），多运高运价地区的货（日韩、欧洲给的运价很高，追求高质量运输服务）。把优质资源和运力向高运价地区倾斜，提高综合运力。2011年上半年日本地区的重大件货增长了100%。

运营战略规划：干线和区域物流相结合，营造高壁垒

将集装箱市场经营方式带入件杂货运营市场：依托主流2.7万吨、2.8万吨多用途船和重吊船开展干线服务，并且在远东、欧洲、美洲、非洲等地建立区域物流网络，通过中转服务扩大客户范围，提供更快捷服务。

业绩预测与投资建议

由于二季度BDI较为低迷影响公司回程货运价，同时公司在二季度采购的高价燃油部分在三季度使用，燃油成本较二季度有所上涨，因此我们认为公司三季度业绩较二季度业绩应有所下降，预计公司2011年1-3季度 EPS 为0.12元。

同时考虑到（1）三季度BDI大幅反弹，公司回程收入有所改善；（2）三季度油价进一步有所下跌，预计公司燃油成本较上半年有所下降。（3）上半年油价高涨，将带动海工装备等重大件货的运输需求提高，公司重吊船和半潜船业绩有所提升。我们预计公司下半年业绩高于上半年，并且2011年四季度公司业绩为全年最高

业绩，全年为0.22元。

投资建议：买入

（1）公司财务状况良好，资产负债表较为稳健；（2）公司长期发展战略清晰，行业低谷造船符合公司远期运力规划，预计公司会成为全球最大的特种杂货运输企业；（3）目前航运行业正处于低谷，航运板块PB已经接近1倍，具有一定的安全性；

风险提示

外围经济仍然不乐观：欧债危机可能进一步恶化。希腊一年期国债收益率达82%，破产几无悬念，欧元区大型银行破产风险以及欧元区解体风险大幅上升。

资产负债表

单位：百万元

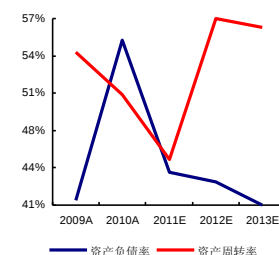
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,671	3,320	1,207	1,015	1,794
货币资金	2,293	2,877	734	486	1,233
应收及预付	235	291	273	324	349
存货	125	138	200	204	212
其他流动资产	17	14	0	0	0
非流动资产	4,657	6,799	7,699	8,621	8,620
长期股权投资	41	41	41	41	41
固定资产	2,654	3,894	4,712	5,493	5,493
在建工程	1,944	2,799	2,940	3,082	3,082
无形资产	3	6	5	5	4
其他长期资产	14	59	0	0	0
资产总计	7,328	10,120	8,906	9,635	10,414
流动负债	1,445	2,425	1,054	1,247	1,334
短期借款	498	1,093	0	0	0
应付及预收	854	1,073	1,054	1,247	1,334
其他流动负债	93	260	0	0	0
非流动负债	1,613	3,137	2,864	2,914	2,964
长期借款	509	1,388	1,388	1,438	1,488
应付债券	827	1,476	1,476	1,476	1,476
其他非流动负债	277	273	0	0	0
负债合计	3,058	5,563	3,918	4,161	4,298
股本	1,310	1,310	1,310	1,310	1,310
资本公积	833	833	833	833	833
留存收益	2,187	2,527	2,809	3,290	3,932
归属母公司股东权益	4,233	4,523	4,952	5,433	6,075
少数股东权益	37	34	37	41	41
负债和股东权益	7,328	10,120	8,906	9,635	10,414

利润表

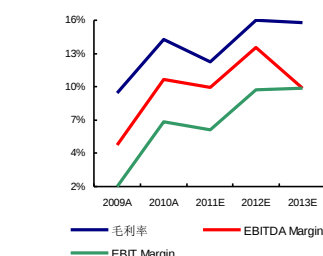
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3902	4407	4292	5266	5623
营业成本	3515	3757	3748	4404	4713
营业税金及附加	57	32	9	11	0
销售费用	52	36	39	54	51
管理费用	220	260	215	263	281
财务费用	-25	-39	-48	-63	-64
资产减值损失	6	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	0	0	0	0
营业利润	82	360	330	598	642
营业外收入	58	61			
营业外支出	12	4			
利润总额	128	418	380	648	642
所得税	7	81	95	162	0
净利润	121	337	285	486	642
少数股东损益	-14	-3	3	5	0
归属母公司净利润	136	340	282	481	642
EBITDA	202	490	447	737	578
EPS (元)	0.10	0.26	0.22	0.37	0.49

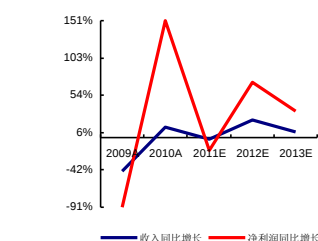
资产负债率趋势



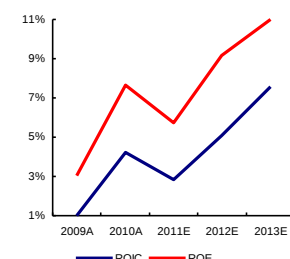
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

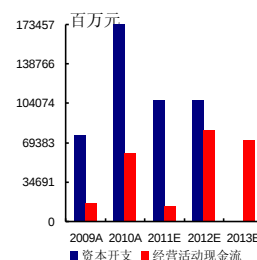
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	162	598	138	797	717
净利润	121	337	285	486	642
折旧摊销	144	168	165	202	0
营运资金变动	-70	110	-76	138	55
其它	-33	-17	-235	-29	20
投资活动现金流	-760	-1,735	-1,073	-1,073	0
资本支出	-764	-1,735	-1,073	-1,073	0
投资变动	5	0	0	0	0
其他	-2	0	0	0	0
筹资活动现金流	196	1,719	-1,207	29	30
银行借款	815	1,828	-1,093	50	50
债券融资	-303	-35	-232	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-316	-73	117	-21	-20
现金净增加额	-403	582	-2,143	-248	748
期初现金余额	2,704	2,293	2,877	734	486
期末现金余额	2,302	2,876	734	486	1,233

主要财务比率

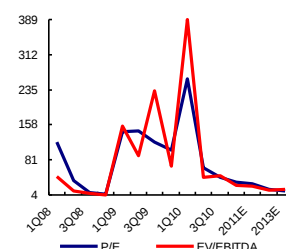
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-43.5%	12.9%	-2.6%	22.7%	6.8%
营业利润	-95.3%	338.8%	-8.5%	81.3%	7.4%
归属于母公司净利润	-90.6%	150.9%	-17.1%	70.6%	33.5%
获利能力					
毛利率	9.9%	14.7%	12.7%	16.4%	16.2%
净利率	3.1%	7.6%	6.6%	9.2%	11.4%
ROE	3.2%	7.5%	5.7%	8.9%	10.6%
ROIC	1.3%	4.3%	3.0%	5.1%	7.4%
偿债能力					
资产负债率	41.7%	55.0%	44.0%	43.2%	41.3%
净负债比率	-8.8%	28.8%	42.7%	44.4%	28.3%
流动比率	1.85	1.37	1.15	0.81	1.34
速动比率	1.68	1.25	0.82	0.52	1.05
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.51	0.45	0.57	0.56
应收账款周转率	40.33	44.87	42.48	43.64	43.05
存货周转率	26.19	28.47	28.47	28.47	28.47
每股指标 (元)					
每股收益	0.10	0.26	0.22	0.37	0.49
每股经营现金流	0.12	0.46	0.11	0.61	0.55
每股净资产	3.23	3.45	3.78	4.15	4.64
估值比率					
P/E	102.0	32.1	28.2	16.5	12.4
P/B	3.3	2.4	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	66.7	25.0	22.6	14.1	16.8

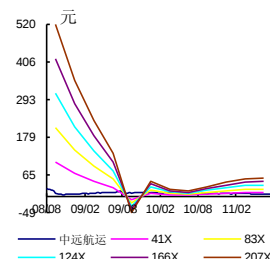
资本支出与经营活动现金流



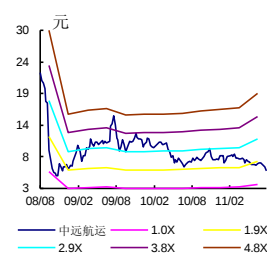
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发交通运输行业研究小组

杨志清，分析师，同济大学工学博士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名，2009年新财富交通运输行业最佳分析师入围，2009年今日投资交通运输行业最佳分析师第一名，2010年进入广发证券发展研究中心。

董丁，分析师，东北财经大学经济学硕士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2008年进入广发证券发展研究中心。

张亮，研究助理，上海交通大学管理学硕士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2010年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zl23@gf.com.cn，021-68815254。

谢平，研究助理，北京交通大学工学硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。联系方式：xieping@gf.com.cn，021-68825729。

相关研究报告

中远航运(600428.sh): 油价上涨导致业绩略低于预期，公司成长性进一步显现	张亮	2011-07-11
中远航运(600428.sh)---特种船整体盈利能力提高，拐点已现:	张亮	2011-04-19
中远航运（600428）：走出行业低谷，一季度盈利能力同比大幅改善:	张亮	2011-04-12

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。