

目 录

投资要点	5
公司业务简述	6
杂货船：市场份额逐渐下降的古老船型	8
多用途船：失效的供需分析框架和不可回避的周期	9
“小”船型，为何存在？	9
行业的名义供给增速，结构性供给过剩是否存在？	11
旧有船舶供需研究框架的失效：需求的溢入和溢出	12
不可回避的周期属性	14
多用途船周期判断	14
船舶运价溢价、盈亏平衡点和周转率	15
投资逻辑：运价反弹的“早周期”品种？	17
重吊船：更具专业性的多用途船	18
更具专业性的多用途船舶	18
运价周期：波动滞后、波幅更小、毛利更高	18
重大件设备运输：脱离传统的航运子市场周期？	19
半潜船：专业性更强的细分市场	21
专业性更强的细分市场	21
运价反转有待需求释放	22
竞争分析	23
多用途/重吊船：来自替代船型的竞争不可忽视	23
半潜船：现有船东和新进入者的竞争	24
公司管理	26
财务预测	26
投资评级	29
投资风险	30

图表目录

图 1:	中远航运营业收入分船型占比.....	6
图 2:	中远航运毛利分船型占比.....	6
图 3:	中远航运运营天 - 2010 年.....	6
图 4:	中远航运运营天 - 2013 年.....	6
图 5:	中远航运船舶资产组合特性.....	7
图 6:	杂货船运力及增速 (1998-2010)	8
图 7:	杂货船在全球运力中所占比重 (1998-2010)	8
图 8:	多用途船波特五力分析	9
图 9:	2010 年末全球运力类型分布	10
图 10:	MPP 运力增速 (1996-2010)	11
图 11:	1000 TEU+ MPP 运力增速 (1996-2010)	11
图 12:	多用途船分船型船龄结构.....	11
图 13:	多用途船运价与集装箱运价存在一定相关性.....	12
图 14:	多用途船运价与干散货船运价存在一定相关性	13
图 15:	中远航运多用途船运价与 Clarkson1.7 万吨多用途船期租价格拟合度.....	13
图 16:	中远航运多用途船毛利率与中海集运集装箱业务毛利率对比	16
图 17:	重吊船占多用途船舶比重 (载重吨)	18
图 18:	中远航运各船型 TCE 运价波动.....	19
图 19:	中远航运多用途船及重吊船的毛利率.....	19
图 20:	我国对外工程承包新签合同	20
图 21:	我国对外工程承包新签合同	20
图 22:	中国机械及运输设备出口月度增速 (同比)	20
图 23:	中远航运重吊船与半潜船毛利率对比.....	21
图 24:	中远航运重吊船与半潜船月度运量 (三个月移动平均)	22
图 25:	自升式平台运输需求及预期	22
图 26:	半潜式平台运输需求及预期	22
图 27:	1000+TEU 多用途船造价及中远航运造船时点	27
图 28:	中远航运分船型营运天	27
图 29:	中远航运部分船型运力增速	27
图 30:	出口集装箱运价指数 (CCFI)	28
图 31:	Clarkson 集装箱运价期租指数.....	28
图 32:	波罗的海干散货运价指数 (BDI)	28
图 33:	Clarkson 17000dwt 多用途船运价.....	28
图 34:	中远航运滚动 PB 及 ROE.....	30
图 35:	中远航运滚动 PE	30

表格 1: 中远航运特种船舶及其承运的主要货物 (2010 年末)	7
表格 2: 干货运输市场细分及规模	12
表格 3: 干散货运力供需假设.....	15
表格 4: 集装箱运力供需假设.....	15
表格 5: 相同航线航次周期: 集装箱船 vs 多用途/重吊船	17
表格 6: 中远航运新造多用途船及重吊船技术标准	18
表格 7: 中远航运新船船厂多用途/重吊船型订单.....	23
表格 8: 25000dwt 以上多用途船现存订单	24
表格 9: 部分半潜船船东及其半潜船舶资产	24
表格 10: 2012 年中远航运业绩弹性测算	29
表格 11: 中远航运分航线市场占有率	30

投资要点

中远航运是远洋集团旗下经营特种运输的船队。公司经营船舶类型包括杂货船、多用途船、半潜船、重吊船、汽车船及滚装船。其中，多用途船、重吊船和半潜船将在未来 1-3 年主导公司的盈利变化。而多用途船/重吊船因盈利波动性更高，盈利贡献比重更大，对其周期的判断可能主导公司的估值变化。

我们认为市场普遍采用的供需分析法对多用途船的周期判断是失效的。多用途船的存在并不因某种特殊的商品运输需求，而是来自市场特定航线对运输的结构性需要。同时，多用途船所面向的部分需求因可以被散杂货船和集装箱船替代，因此其需求可能在散杂货及集装箱船运价高涨时“溢入”，而在其运价低迷时“溢出”。因此，我们认为**多用途船不存在由自身供需主导的独立运价周期，其运价周期变化受到散杂货周期和集装箱运输周期的影响。**

我们认为，本质上而言公司的新重吊船与新多用途船的目标市场趋于一致，因此可能表现出类似的周期属性。但重吊船对重大设备货的适应性更好。随着新型重吊船不断加入公司船队，公司的运价波动属性可能发生改变，向着波动更小，周期滞后和毛利更高的方向偏移。但**其不可能改变公司运价和业绩的强周期属性。**

从周期判断的角度而言，我们认为中远航运的运价可能已经处于周期底部。公司的单季度业绩可能在三季度触底，随后随着可盈利新船不断投入市场而呈现环比回升的局面。这一判断基于的假设是 1) BDI 处于周期底部；2) 集运行业盈利不再恶化（但这一判断存在风险）；3) 油价不会再创新高；4) 公司新增的多用途和重吊运力能够维持现有的盈利水平，而不因市场开拓的乏力产生运价下滑。

我们认为公司在管理层面的开拓和创新值得肯定。公司致力于大客户、直接客户的开发；海外营销网络的建设；班轮网络的完善以及转运中心的建设；以及燃油和防海盗附加费的推行等举措，将进一步完善公司在市场中的服务质量，提升竞争力和议价权。

我们预测公司在 2011-13 年的 EPS 为 0.19/0.20/0.30 元。目前的股价约相当于 31x 的 2011 年 PE 和 1.4x 的 2011 年 PB。

我们给予中远航运“增持”的投资评级，因 1) 公司平均运价大概率将在三季度触底，业绩将随着可盈利运力投入市场而环比上升；2) 公司目前的滚动 PB 仅 1.5 倍，接近历史低位 1.4 倍；3) 公司因盈亏平衡对应的 BDI 点位较低，盈利可能受益于 BDI 的低位反弹。但**我们提示市场，公司运价弹性的获得仍依赖于干散货或集装箱周期的反转，目前我们难以作出相应的乐观判断。**

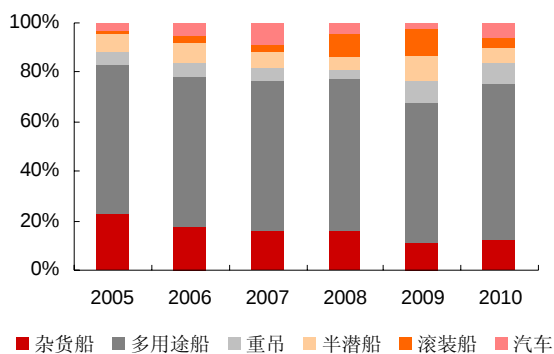
我们认为公司的投资风险在于：1) 干散货或集装箱运价在周期底部的进一步下探；2) 油价高涨及其它成本上升带来的风险；3) 公司新增运力交付后开拓区域航线市场的风险：公司在现有相关航线市场的占有率已经较高，新增运力交付后需开拓新航线市场以保证新增运力的盈利能力。

公司业务简述

公司主营业务

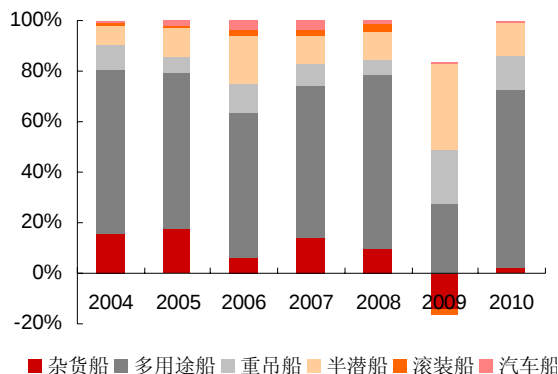
中远航运是中国远洋集团旗下经营特种运输的船队，截至 2011 年中期，中远集团持有其 50.5% 的股份。公司经营船舶类型包括杂货船、多用途船、半潜船、重吊船、汽车船及滚装船。杂货船与多用途船、重吊船贡献收入比重较高，从毛利的角度看，多用途、半潜及重吊船的贡献较为显著。

图 1： 中远航运营业收入分船型占比



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究所

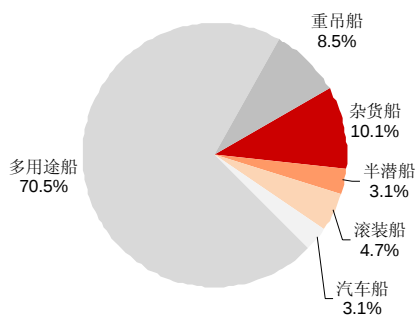
图 2： 中远航运毛利分船型占比



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究所

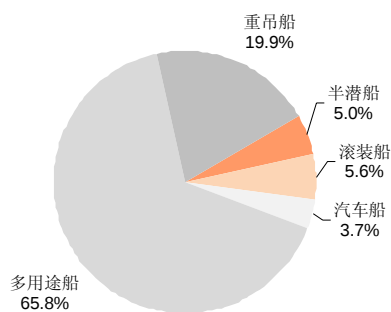
2011-13 年，中远航运因新订船舶的不断交付和老旧船舶的退出，船型结构比例将面临持续调整。杂货船型将退出公司的船舶组合，而对重大件货物适应性更高的新型多用途船、重吊船将持续加入船队。我们将在后面的部分讨论这种调整的意义何在。

图 3： 中远航运运天 - 2010 年



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究所

图 4： 中远航运运天 - 2013 年



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究所

表格 1：中远航运特种船舶及其承运的主要货物（2010 年末）

船型	数量	载重吨位（mdwt）	承运的主要货物
杂货船	7	8.6	钢材、化工品、建材、普通杂货、精选矿、农产品
多用途船	45	86.1	机械设备、钢材、化工品、建材、精选矿、农产品
半潜船	2	4.1	海上石油钻井平台、海上油气生产模块、集装箱桥吊、船舶、大型钢结构件
重吊船	6	12.5	电力设备、石油化工类设备、港口机械、小型船舶以及海上工程设备等重件货
滚装船	3	4.1	工程车辆、机械设备
汽车船	2	2.1	汽车
合计	65	117.5	

数据来源：公司信息，华泰联合证券研究所

公司的船舶资产组合

特种船舶在本质上而言，通过对装卸方式、货舱设计等领域的技术改进，为无法集装箱化的货物提供个性化的运输服务。

特种船在三个方面较杂货船有所改进，从而使得船舶具有更好的处理特种货物的能力：一是特殊的装货设计，比如滚装船的“滚上-滚下”结构；二是特殊的货物储存设计，减少舱位浪费同时减少货损；三是特殊的与地面运输对接的设计。

图 5： 中远航运船舶资产组合特性



资料来源：华泰联合证券研究所

我们倾向于这样理解公司的船舶资产组合：公司的船队由杂货船、多用途船、重吊船、半潜船及汽车、滚装船组成。其中，前四种船舶在未来 1-2 年将对公司的盈利产生较大影响。事实上，从杂货、到旧多用途，新多用途，再到重吊和半潜船，这些船舶的建造难度逐渐增大，造价上升，经营的专业性增加——因此经营的壁垒逐渐升高，毛利率也随之增加。同时，船舶的周转率逐类减小。

杂货船：市场份额逐渐下降的古老船型

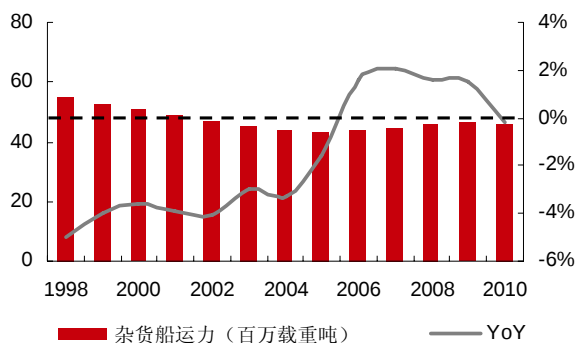
杂货船是一种较早存在的船型，用于运输包装、桶装等杂货。其后随着其所运输货物的运量逐渐规模化，对运输效率的要求逐渐提升，出现了（干、湿）散货船、集装箱船、特种运输船舶等船型的改进。

相较于之后开发的船型，杂货船的特征在于 1) 适货范围广、能够运输各种类型的杂货；2) 船舶的装卸效率低，因其可能装载多种杂货，港口时间可能较长；3) 经营壁垒低，船舶的建造难度及造价均较低，经营难度低，对规模效应的要求不显著；4) 可替代性强，因此运价的波动性尤其显著。

由于杂货船对货物的装载并不具备规模优势，在装卸时的效率也差于散货船，因此杂货船的盈利能力持续的差于散货船。2009-2011 年上半年，杂货船对公司的营业利润贡献持续为负。

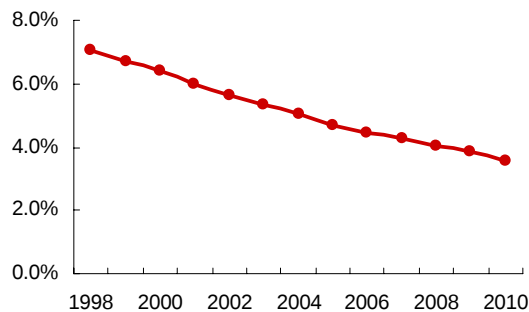
截至 2011 年上半年，中远航运仅存一条杂货船。2011 年末，中远航运的杂货船运力将全部退出市场。目前，我们已经很少观察到纯粹的杂货船订单，这可能意味着，作为一种早期开发的船型，杂货船已经逐渐被效率更高的替代船型所取代。

图 6： 杂货船运力及增速（1998-2010）



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

图 7： 杂货船在全球运力中所占比重（1998-2010）



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

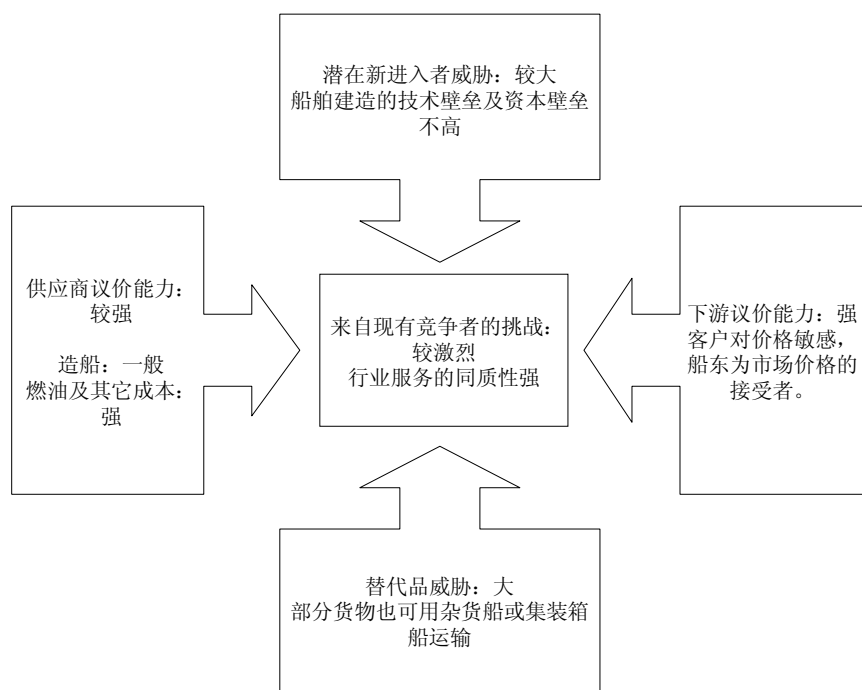
多用途船：失效的供需分析框架和不可回避的周期

2010 年和 2011 年上半年，多用途船贡献了公司 70%以上的营业利润。我们认为近 1-2 年，多用途船的运价和周期仍将主导中远航运的估值变化和盈利水平。

我们认为市场对多用途船的传统供需分析框架是失效的，因船舶的名义供给并不意味着实际的供给量。因存在可替代的船型，船舶的需求可能在市场运价变化时发生“溢出”和“溢入”。

我们认为多用途船的运价与散货船和集装箱船的运价周期密切相关，其运价的周期性波动不可避免。多用途船可能同时受益于两个周期中任一个周期的反转。

图 8： 多用途船波特五力分析

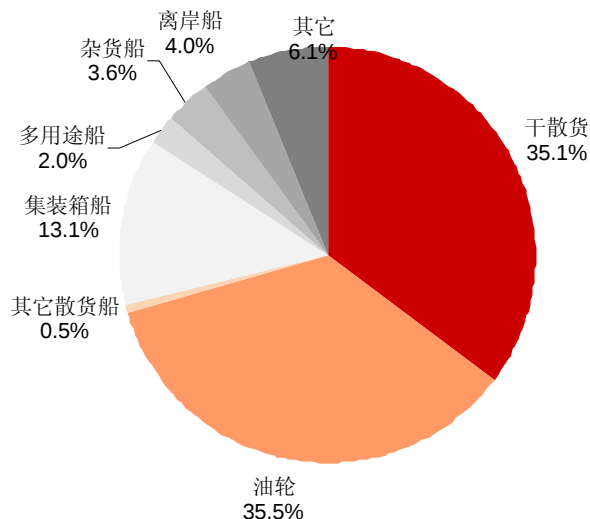


资料来源：华泰联合证券研究所

“小”船型，为何存在？

从载重吨角度而言，截至 2010 年末，多用途船在全球的船舶中占比仅约 2%。仅相当于集装箱船运力的 1/6，少于散货/油轮运力的 1/10。其船舶设计以用于同时运载多种货物，如机械设备、集装箱、钢材、木材、棉花等。多用途船延续了杂货船适货范围广的特性，并在吊杆能力、装载能力、安全性等方面作出了改进。

图 9： 2010 年末全球运力类型分布



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

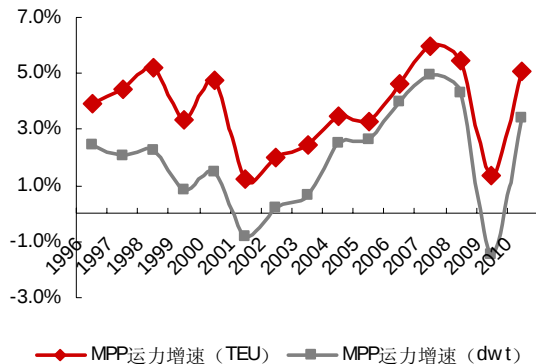
多用途船舶的规模如此之小，是由其经营特征所决定的。事实上，我们认为多用途船的存在意义在于市场对某种运输方式的需求，而非特定货物的运输需要。换言之，航线的运输需求结构，大于其所适货种运输需求总量对多用途船舶需求的影响。

我们理解，多用途船存在的意义在于 1) 航线双向货种运输不平衡导致进、出口所产生的货种运输需求不同，多用途船因适货范围较广可以在双向运输上满足市场需求。2) 部分航线货物运输需求多样化，但分货种总量不足以支持专业化的运输船舶，而多用途船因适货范围较广可以适应这些航线的运输需求。

从另一个角度而言，多用途船的特殊设计可以为其带来更高的使用效率。1) 对双向不平衡货种的适应性提高了其回程的舱位使用率；2) 轻、重货搭配运输的方式使其避免了舱位浪费/载重吨浪费。从数据中，我们可以观察到，市场低迷时期，多用途船相比于相同载重吨的集装箱船，获得了更高的毛利率。这也从一定程度上印证了我们的上述观点。

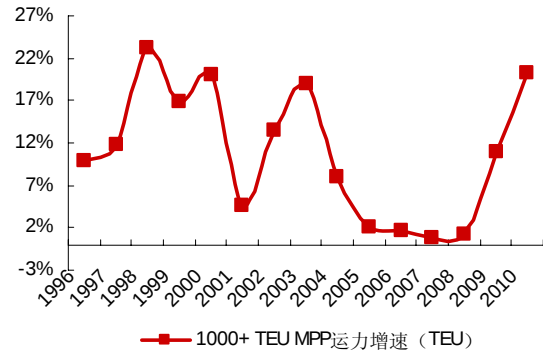
行业的名义供给增速，结构性供给过剩是否存在？

图 10: MPP 运力增速 (1996-2010)



资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究所

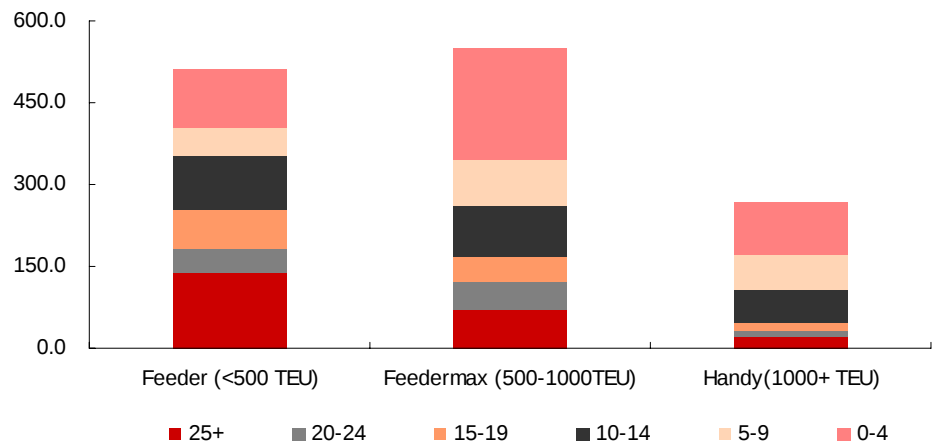
图 11: 1000 TEU+ MPP 运力增速 (1996-2010)



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

从 Clarkson 提供的数据来看, 多用途船 (包括重吊船) 在 2011/12 年的订单占现有运力比重约 11.1%/7.7%(TEU), 年初至今运力增长约 2.6% (TEU) /1.2% (dwt); 1000TEU 以上的 2011/12 年订单占现有运力比重约 20.6%/19.8%(TEU), 年初至今运力增长约 10.2%(TEU)。尽管订单运力在 2011 年的交付可观, 但我们认为, 考虑到 1-9 月行业较低的运力增幅, **2011 年行业的名义运力增速应低于 2010 年**。但延迟的订单将为 2012-13 年的运力增长造成显著压力。

图 12: 多用途船分船型船龄结构



资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究所

可以观察到的是, 行业的供给增速来看, TUE 增速一直高于 DWT 增速, 这意味着行业一直在进行相应的船型改进, 在船舶上配置更多的集装箱箱位。同时, 配置 1000TEU 以上的多用途船运力持续维持高增速。因为缺乏对船舶设计数据的信息, 我们难以判断是否这些船舶对于重/大型机械货物具有更好的适应性。如果这一假设成立, 那么多用途船的运力供给针对重/大型机械货物而言, 其运力的高增速可能构成潜在的结构性供给过剩。

旧有船舶供需研究框架的失效：需求的溢入和溢出

但我们需要提示市场的是，与我们所熟悉的油轮、干散货和集装箱船舶不同，**多用途船的名义供给数据并不确切对应其实际有效供给**。换言之，如果仅仅用名义的供给增量结合需求来判断多用途船市场运价的变化，结论可能与事实出现悖离。

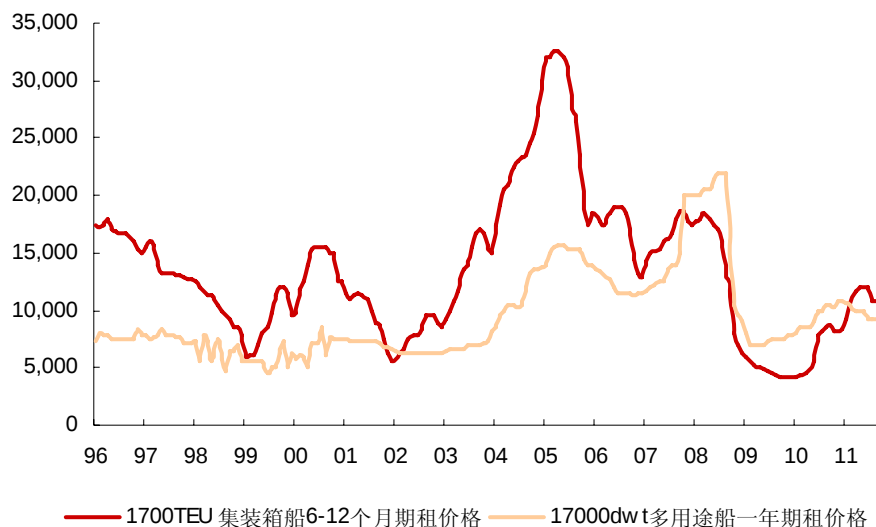
表格 2：干货运输市场细分及规模

				货种	2009 年运量 (mt)	适用船型
干散货	主要散货			矿石，煤，谷物	1,875	多用途船、散货船
	其它散货			肥料、铝土矿、钢材、糖、其它	1,075	多用途船、小散货船
非散干货	标准化杂货	集装箱货物	集装箱适箱货		1,183	多用途船、集装箱船、Ro-Ro
		其它标准化杂货	拖车杂货		385	杂货船、Ro-Ro，渡轮
	非标准化杂货	特种杂货	冷藏品，车		63	特种杂货船、冷冻船、汽车船、Ro-Ro
		非特种非标准化杂货	工程机械及其它		155	非特种杂货船、Ro-Ro、重吊船

数据来源：Drewry，华泰联合证券研究所

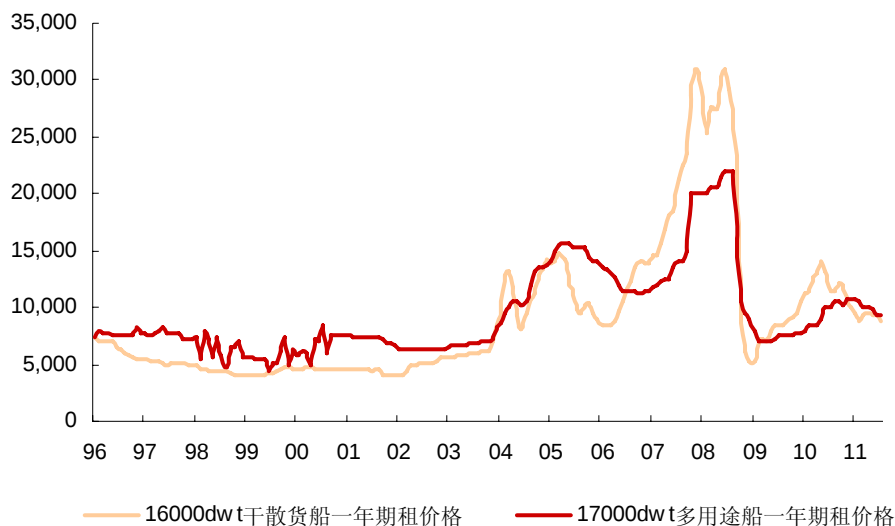
事实上，多用途船的有效供给不仅来自于本船型的运力供给，也来自于可替代船型的运力供给。我们认为，在市场运力总体过剩的背景下，干散货、杂货及集装箱船型均可以对多用途船的供给形成有效替代。而从收入构成上看，来自散杂货和集装箱的需求可能贡献了多用途船超过 60% 的收入。

图 13：多用途船运价与集装箱运价存在一定相关性



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

图 14： 多用途船运价与干散货船运价存在一定相关性

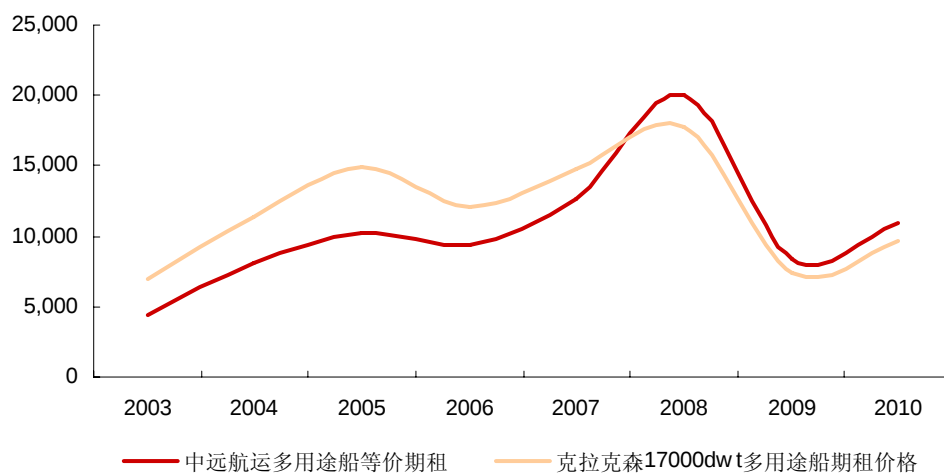


资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

从运价数据中观察，多用途船的运价与集装箱船/散货船运价存在一定的相关性。从数据上看，多用途船的运价变化对集装箱船/散货船的运价变化亦表现出一定的滞后性，尤其是在运价上涨的阶段。我们理解这种相关性和滞后性来自于需求的“溢入/溢出”效应。当相应的散杂货/集装箱运价上升时，相应的需求会较先满足运输效率更高的集装箱船/干散货船。当运价进一步上升时，需求“溢入”可以运输相应货物的多用途船。而当集装箱/干散货市场低迷时，需求则迅速“溢出”多用途船市场。

观察图 13 和图 14，我们还能得到一个衍生的推测：多用途船 2005-06 年的运价峰值或许与集装箱周期的高峰有关，而 07-08 年的峰值，干散货市场的贡献可能更大。

图 15： 中远航运多用途船运价与 Clarkson1.7 万吨多用途船期租价格拟合度



资料来源: Clarkson, 公司信息, 华泰联合证券研究所

不可回避的周期属性

正因为有超过 60% 的收入来源受到散杂货和集装箱船运价的影响, 我们认为多用途船运价的周期属性是不可避免的。多用途船的运价将同时受到散杂货和集装箱船运价的影响, 其运价的弹性也将来自于这两类船舶的运价弹性。

我们认为多用途船不存在独立于其他船型的, 由自身供需主导的周期。多用途船的周期特征应该表现为:

- 1) 在散杂货、集装箱的周期上升时, 运价迟于散杂货、集装箱船上升。这是因为货物的需求倾向于先满足效率更高的专业船型。船型运价上升后, 一部分对价格敏感、对效率要求不高的货主会选择可替代的多用途船型来运输。
- 2) 一般而言, 在散杂货及集装箱的运价上升周期末端, 多用途船的运价弹性仍小于专业船型。我们判断这是因为 1、多用途船的船速更慢, 在效率方面会有所折价; 2、多用途船因其设计对单一货种的装载效率亦不高。货种的搭配使其运价相对于专业船型在运价的峰值上有所折扣。
- 3) 在运价下跌时, 多用途船的运价下跌几乎与专业船型同步。
- 4) 在弱市中, 多用途船可能比专业船舶实现更高的有效运价。这与多用途船对不同货种的搭配从而实现载重吨和舱容效用最大化的结果。这一结论我们在后文中在与集装箱船毛利率的对比中得以验证, 但与干散货船的毛利对比由于缺乏足够的的时间跨度无法加以论证。不过, 也许 2011 年上半年公司的经营结果则可用来管窥这一特征。(我们在后文中加以详述)

多用途船周期判断

如果说多用途船的运价周期受到散货和集装箱市场运价周期的影响, 那么对未来 1-2 年散货及集装箱周期的判断则影响着我们对多用途船周期的判断。

我们认为干散货船的运价在 2011-2012 年难以出现周期性的反转, 我们预测 2011-12 年的全球散货需求增长在 6% 左右。这意味着, 行业的船舶使用效率将进一步下降, 从而压制运价的上涨。

对于集装箱运输行业的周期判断, 我们认为 2011-13 年行业的表现仍将取决于全球贸易需求, 尤其是欧美主干航线需求的恢复。2011-13 年行业的名义供需差并不很大, 但如果欧美主干航线的贸易增长持续低迷, 集运行业将受制于结构性的供给过剩: 即大型船舶的供需失衡, 拖累运价, 从而拖累行业的周期反弹。

综合以上判断, 我们认为下一阶段多用途船如果出现向上的运价周期, 由集装箱运价周期带动的可能性大于由散货运价周期带动的可能性。

表格 3：干散货运力供需假设

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
年初运力	391.66	417.34	458.28	535.8	618.0	699.9	754.8
现有运力				580.2			
订单余额				71.6	138.52	86.43	30.88
占比 (%)				12%	22%	12%	4%
订单取消或推迟				28.6	41.6	21.6	7.7
取消、推迟比例 (%)				40%	30%	25%	25%
订单交付	24.4	43.1	79.8	102.1	97.0	64.8	23.2
拆解及其他减少	(1.2)	2.1	2.3	20.0	15.0	10.0	10.0
年末运力	417.3	458.3	535.8	618.0	699.9	754.8	767.9
运力增速	6.6%	9.8%	16.9%	15.3%	13.3%	7.8%	1.7%
需求增速	3.3%	-2.9%	13.1%	6.8%	6.3%	4.5%	4.5%

数据来源：Clarkson，华泰联合证券研究

表格 4：集装箱运力供需假设

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
年初运力	10,811	12,186	12,917	14,187	15,446	16,704	18,135
现有运力				15,014			
订单余额				529	1,616	1,833	982
占比 (%)				4%	10%	11%	5%
订单取消或推迟				105.8	323.3	366.7	0.0
取消、推迟比例 (%)				20%	20%	20%	0%
订单交付	1480.3	1111.1	1386.8	1289.0	1293.0	1466.7	982.4
拆解及其他减少	106	380	117	30.0	35.0	35.0	35.0
年末运力	12,186	12,917	14,187	15,446	16,704	18,135	19,083
运力增速	12.7%	6.0%	9.8%	8.9%	8.1%	8.6%	5.2%
需求增速	4.20%	9.0%	15.5%	8.0%	8.0%	8.5%	8.5%

数据来源：Clarkson，华泰联合证券研究

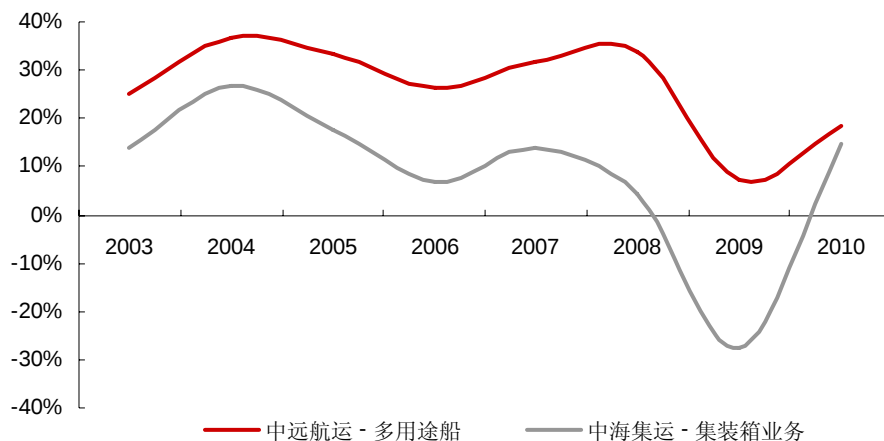
船舶运价溢价、盈亏平衡点和周转率

尽管集装箱船已经是一种标准化和高效率的运输船型，但多用途船舶往往可以实现比相同吨位的集装箱船更高的毛利率。这是因为多用途船适货范围更广，通过其特殊的舱容设计，可以实现对轻重货种的合理搭配，实现舱容/载重吨使用效率的最大化。

我们可以观察到，2003 年-2010 年，中远航运多用途船的毛利率持续高于同时期中海集运集装箱运输业务的毛利率。这一情况可能来自于 2003 年之后干散货市场的持续繁荣，也可能来自于重型设备货更高的运输单价，但我们认为，多用途船在舱容/载重吨使用效率上的优势也为其获得更高的毛利率水平有所贡献。

根据我们与中远航运的管理层沟通，一条 2.7 万吨的多用途船，通过对不同货种货物的合理搭配，可以实现的有效计费吨可能超过 5 万吨。这意味着，中远航运船队所对应的盈亏平衡运价，可能远低于传统的干散货/集运船东。

图 16： 中远航运多用途船毛利率与中海集运集装箱业务毛利率对比



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究所

来自公司和行业经营层面的数据印证了我们这一判断。2011 年上半年，在干散货和集装箱即期市场上经营的船东如中国远洋、中海集运都出现了巨额亏损，同期未亏损的船东如招商轮船、中海发展则是依靠长期合约的锁定缩小了在即期市场的头寸，而完全在即期市场运营的中远航运仍实现了正盈利，这意味着公司的盈亏平衡点远低于传统的干散货和集装箱船东。

从资产收益率的角度，多用途船的投资并未显著超越集装箱船。我们认为这可能因其更低的资产周转率。根据公司的信息，多用途/重吊班轮在部分可比航线上的周转效率远低于集装箱船。其原因在于，

- 1) 多用途船的设计航速和实际航速都远低于集装箱班轮，根据 Clarkson 数据，1000TEU 以上的 Handy 型多用途船的平均航速约 16.8 节，而相似载重吨位对应的 Sub-panamax 型集装箱船，平均航速约 21.6 节。多用途船更低的航速主要是出于成本考量——相应吨位的集装箱船造价和耗油都高于多用途船。
- 2) 更长的港口时间。多用途船/重吊船装卸货物难度较大，港口一天的装卸量可能仅 2-3 千吨，而集装箱船的装卸速度则高很多。

表格 5：相同航线航次周期：集装箱船 vs 多用途/重吊船

航线	集装箱班轮	多用途/重吊船班轮
东亚 - 中东/红海	40-50 天	约 4 个月
远东 - 美洲航线	60-70 天	约 5 个月
东亚 - 欧洲/地中海	60-70 天	约 6 个月
东亚 - 非洲	50-60 天	2-3 个月
东南亚	约 1 周	1 个月

数据来源：公司信息，Clarkson，华泰联合证券研究所

投资逻辑：运价反弹的“早周期”品种？

我们倾向于认为，从估值的角度而言，多用途船的投资时点可能在运价反弹的早期。原因在于：

在集装箱和散货船的强势周期，多用途船的运价都将被带动。相同的，在此两种船舶运价的低迷时期，多用途船的运价都将受到影响。2008 年之后，经历过 2009 年中国的投资拉动的散货小周期，和 2010 年集装箱运输市场供需共振带来的集装箱小周期，2011 年，散货和集装箱船的运价都因需求的低迷而有所下滑。因此，现在可能是多用途船运价“最坏的时候”。

在运价反弹的早期，运价的进一步上涨存在不确定性。但因多用途船有着更低的盈亏平衡点，一旦专业船舶的需求开始向多用途船溢出，多用途船的盈利就将开始受益于干散货/集装箱运价的上涨。因此，**在运价反弹的早期，多用途船理应比干散货船享有更高的估值。**

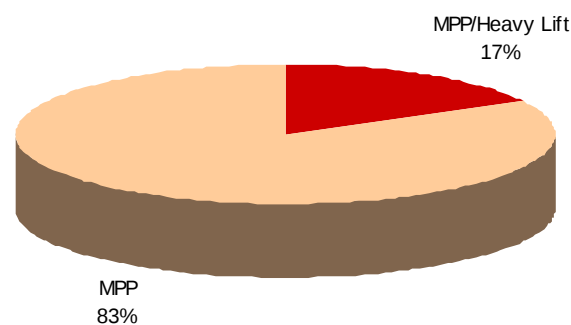
如果运价反弹趋势变强，则多用途船的运价弹性小于专业的散货船/集装箱船。在运价上涨的后期，对于专业船舶的投资优于对多用途船的投资。这可能意味着**在运价上涨的周期后端，多用途船的估值可能将低于弹性更高的专业船舶。**

重吊船：更具专业性的多用途船

更具专业性的多用途船舶

在 Clarkson 的数据库中，重吊船被并入多用途船的种类之下。在整个 MPP 的船舶数据库中，从载重吨角度而言重吊船大约占了 20% 不到的比重。而根据我们与中远航运的沟通，其建造中的这一批多用途船和重吊船在载货品类上并不存在严格的区分，而区别主要在于吊杆能力和舱容设计。

图 17：重吊船占多用途船舶比重（载重吨）



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

表格 6：中远航运新造多用途船及重吊船技术标准

	重吊船（大丹霞等）	重吊船（“中华富强”）	重吊船（新订单）	多用途新船
型长（米）	166.5	153	179.57	179.5
型宽（米）	27.4	23	28	27.2
型深（米）	14.2	14.1	14.8	15.1
吃水（米）	8.5	9.1		
航速（节）	15.2	14.6		
总载质量（mt）	28450	16957	28000	27000
最大吊杆能力（吨）	200	250	350	90
总吊杆能力（吨）	400	500	700	180
集装箱箱位（TEU）	1735	645	1200	1400

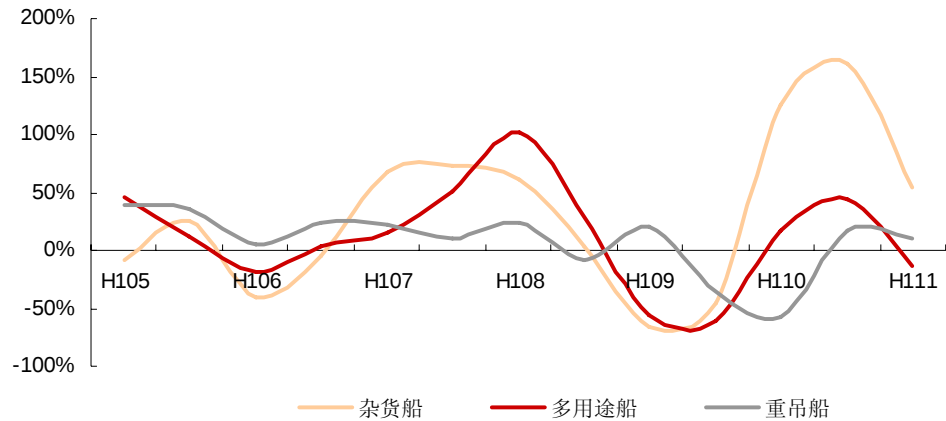
数据来源：公司信息，华泰联合证券研究

运价周期：波动滞后、波幅更小、毛利更高

观察中远航运历史上的运价数据，我们不难得出以下结论：重吊船的运价相对于多用途船和杂货船而言，表现出 1) 波动性相对较小；2) 运价变化略有滞后的特征。我们认为，这可能与重吊船对重型设备货更好的适应性有关。其运价的波动性更小可能因船型收入贡献中，来自重大件设备运输的比重更高。而其运价波动的滞后性可能来

自于重大件设备运输需求对宏观经济周期的滞后性。重型设备运输的需求周期往往滞后于宏观经济周期，因跨区域工程项目周期较长，从合同达成到大规模的设备运输存在一定的时滞。

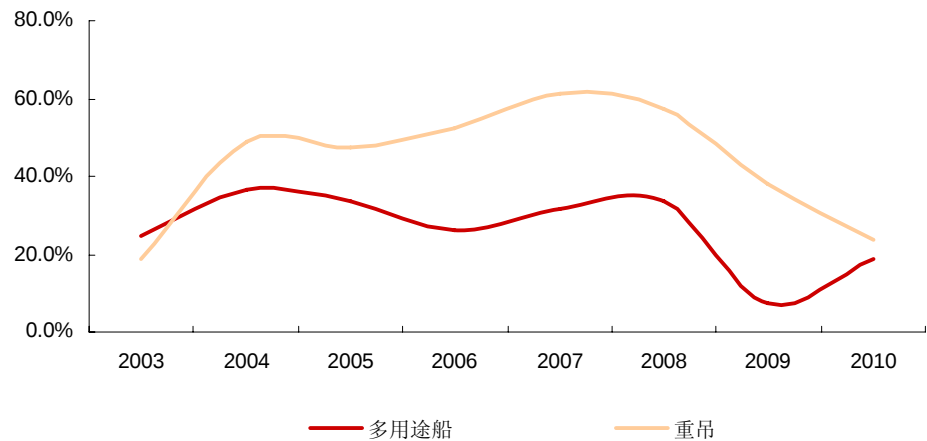
图 18： 中远航运各船型 TCE 运价波动



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

同时，我们还观察到中远航运重吊船相对于多用途船具有更高的毛利率水平。我们认为这也与其对重大件设备货更好的适应能力有关。重大件设备货的运输单价高于普通散杂货，因此更高的重大件运输占比能够为公司获得更高的单船毛利率。

图 19： 中远航运多用途船及重吊船的毛利率



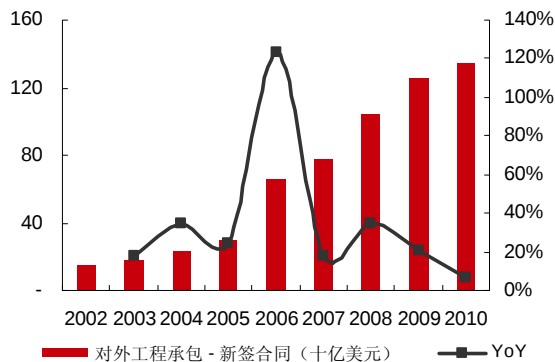
资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

重大件设备运输：脱离传统的航运子市场周期？

对重吊船运价周期判断的风险和不确定性在于，我们目前难以找到有效的指标来跟踪和预测中国重大件设备出口的需求变化，也难以有效的及时跟踪重吊船运价的波动。根据公司的信息，2011 年上半年，重型设备货运输的单价仍有所提升。在所有航运

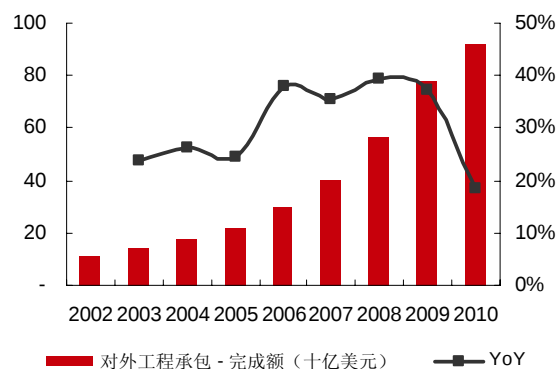
子市场全部陷入低迷的时期，如果这一情况成立，则意味着重型设备运输的单价可能存在脱离整个航运市场周期波动，持续处于运价上升周期的可能性。但我们认为这一结论仍需要时间和来自经营数据的进一步验证。

图 20： 我国对外工程承包新签合同



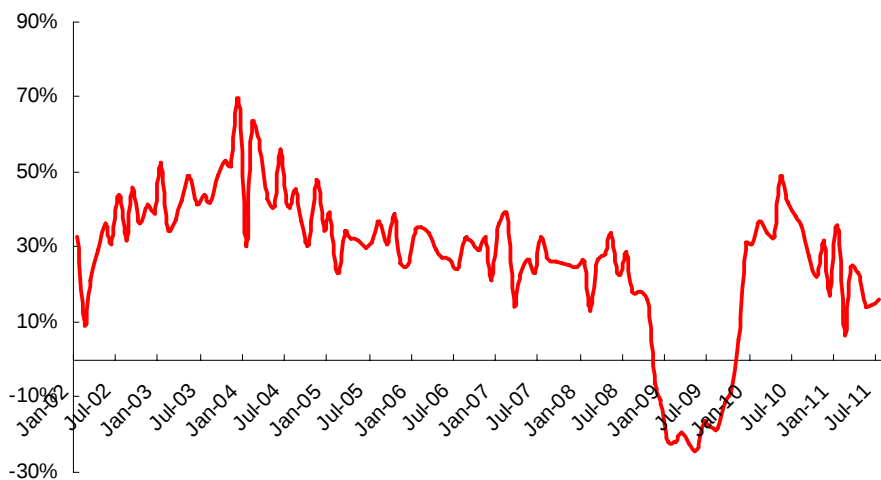
资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

图 21： 我国对外工程承包新签合同



资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

图 22： 中国机械及运输设备出口月度增速（同比）



资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

如果重大件设备的运输价格处于稳定上升周期这一结论成立，中远航运未来更多的多用途/重吊船投入市场后，可能会使得中远航运的运价波动属性发生偏移，向着波幅更小、周期后移的方向衍变。同时，公司盈亏平衡所对应的 BDI 和集装箱盈亏平衡运价可能会更低。然而，我们需要强调的是，由于其仍将载运大量散杂货及集装箱货物，其运价的强周期属性仍然不可改变。

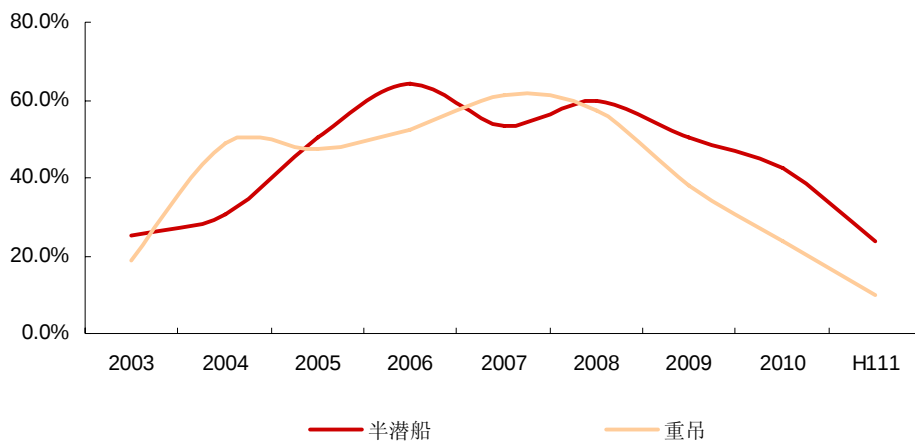
半潜船：专业性更强的细分市场

专业性更强的细分子市场

半潜船是一种专业性更强的专业船舶。其因可以通过自身压载水的调整，将甲板潜入水中后将承运货物装入甲板，母船再上浮将承运货物托出水面进行运输。

半潜船市场是一个专业性更强、壁垒更高的细分市场。这个市场的目标需求主要来自于油气设备、能源设备、港航设备、军用设备及游艇等。半潜船市场的特征在于：1）运输货物价值高，对运输安全性的要求较高；2）经营的专业性更强，市场上的船东数目有限，并且因其所在特定市场的影响力及船舶结构的差异，进行不完全竞争；3）盈利的项目属性更强，船舶的使用效率可能低于多用途船及重吊船；4）因运输货物的单价较高，单航次运输的毛利率较其他货种的运输也更高。

图 23： 中远航运重吊船与半潜船毛利率对比

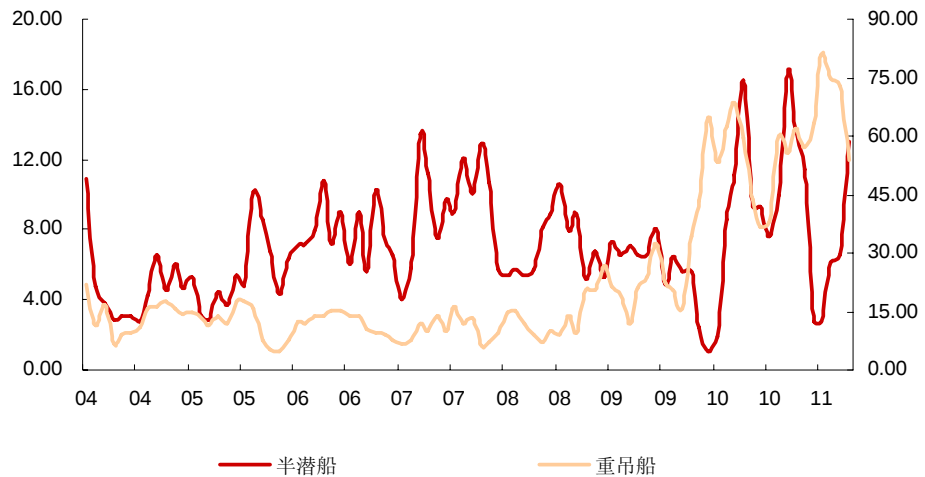


资料来源：公司信息，华泰联合证券研究所

从公司历史的经营数据上看，我们在 04-08 年并未观察到半潜船的毛利水平明显高于其重吊船。我们认为这期间集装箱运输市场及散货市场运价的高企可能拉高了这一时期的重吊船运价和毛利。而从 2009 年之后，半潜船毛利更高的趋势才逐渐显现出来。

同时，从数据上看，半潜船的运量也表现出更高的波动性，这从一定角度印证了我们对半潜船运输的项目属性更强，使用率可能略低于重吊船的基本判断。

图 24： 中远航运重吊船与半潜船月度运量（三个月移动平均）

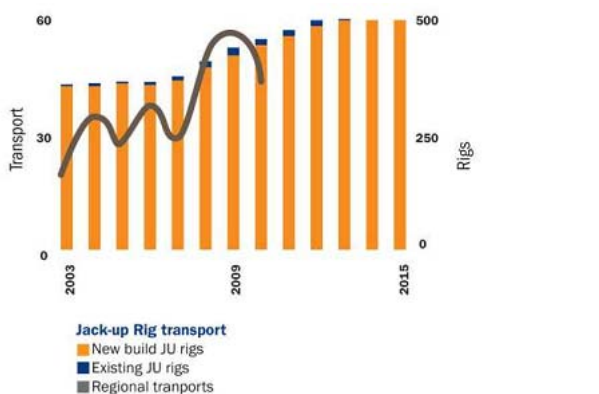


资料来源：公司信息，华泰联合证券研究所

运价反转有待需求释放

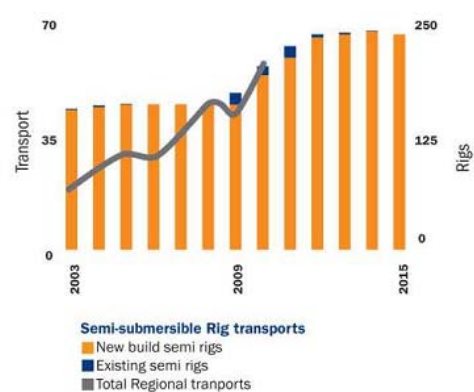
由于很难跟踪行业的供需和运价，我们难以对半潜船的运价周期作出判断。从公司的经营数据来看，半潜船的毛利变化与重吊船表现出类似的对经济周期的滞后性。根据我们与上市公司的沟通，公司认为半潜船市场的回暖可能在 2012 年下半年，因届时将有大量的海上平台交付，从需求层面推动运价上涨。

图 25： 自升式平台运输需求及预期



资料来源：Dockwise，ODS-Petrodata，华泰联合证券研究所

图 26： 半潜式平台运输需求及预期



资料来源：Dockwise，ODS-Petrodata，华泰联合证券研究所

竞争分析

我们认为对中远航运的竞争分析应该在两个层面上考虑，即来自可替代船型的竞争和来自行业内其他同船型经营者的竞争。来自可替代船型的竞争决定了中远航运船舶运价的波动性，而来自行业内其他同船型经营者的竞争决定了相应船舶的毛利水平。

对于部分目标运输需求可以被其它船型替代的多用途船和重吊船而言，可替代船型产生的竞争更值得关注，因为可替代船型的运价周期很大程度上影响了这两种船型的运价波动；而对于半潜船而言，则更应该关注新进入者和现有竞争者对行业竞争格局的影响，因其影响半潜船市场的毛利率水平。

多用途/重吊船：来自替代船型的竞争不可忽视

对于多用途/重吊船而言，了解来自替代船型的竞争对其运价产生的影响更为关键。因多用途/重吊船在公司业绩中贡献的比重较大，其波动性决定了公司盈利的波动性，从而影响着公司的估值水平。我们在多用途船章节中对此已经有过分析，不再赘述。我们认为未来 2-3 年，多用途/重吊船型仍将维持正盈利，盈利弹性将来自于集装箱或干散货运输市场的运价周期反转，但目前我们难以作出这两种船型运价反转趋势确立的判断。

除此之外，我们还整理了目前市场上可能与中远航运存在竞争的相应多用途船/重吊船订单的情况。如果来自这些船东的竞争过剩，则相应的重大件运输的毛利水平可能受到挤压，从而抬高其对应的干散货/集装箱盈亏平衡运价。

由于不了解目前整个多用途/重吊船市场上现有船舶对重大件货物的适应能力，我们很难判断这些新船订单对重大件货物运价的冲击。但我们认为中远航运在重大件货物运输领域面临的竞争不可过于乐观。

表格 7：中远航运新船厂多用途/重吊船型订单

	相关船型	船东	国别	造价（百万美金）
黄海船厂	3.1 万吨重吊船	Schoeller Holdings	塞浦路斯	na
	2.8 万吨重吊船	Rord Braren	德国	33
		Ethiopian Shpg.	埃塞俄比亚	29
		中远航运	中国	32
口岸船厂	2.7 万吨多用途船	中远航运	中国	27
		Pacific International Lines	新加坡	na

数据来源：Clarkson, 公司信息，华泰联合证券研究所

表格 8：25000dwt 以上多用途船现存订单

船东	2011	2012	2013	2014	总计
COSCO Group	6	8	8		22
Ethiopian Shpg.		2	4	1	7
F. H. Bertling	1				1
Hermann Buss	4				4
IRISL	2	5			7
Jiangyin Hailan Shpg	1	5			6
Pacific Carriers	4	2			6
Pacific Int. Lines		4			4
PDA Logistics	2				2
Quanzhou Ansheng		2			2
Rickmers Reederei	2				2
Rord Braren	2				2
Schoeller Holdings	2	4	2		8
SE Shipping Lines		4			4
Swire Group			8		8
Unknown	1				1
总计	27	36	22	1	86

数据来源：Clarkson，华泰联合证券研究所

半潜船：现有船东和新进入者的竞争

按照 Dockwise 对半潜船的分类，中远航运的半潜船归类于 Type II 和 Type III。目前 Type II（主要用于运输自升式平台和海工设施）领域里，Dockwise 有 9 条船舶，其中 6 条为油轮改造，预计退役时间在 2020 年之后。OHT(1981/1989 年建造)和振华海运各有 4 条。Fairstar、中海油等公司在近年也有船舶交付。

TypeIII 半潜船的载重吨略低，用于运输更小型的钻井平台和海工设施。市场现有的竞争者包括 Dockwise 的 4 条船舶（退役时间预计在 2020 年以后），近两年的新增运力有限。

表格 9：部分半潜船船东及其半潜船舶资产

	2011	2013
Type I (open)	3	3
Dockwise	2	2
Mega lines	1	1
Type II	20	25
Dockwise	9	9
Fairstar	1	3
OHT	4	4
ZPMC	4	4

Cosco	2	2
GZ Salvage	0	1
COOEC	0	1
Zhejiang Share-ever	0	1
Type III	11	13
Dockwise	4	4
Fairstar	1	1
Cosco	2	2
STX	1	2
CCCC Shipping	2	2
Sam Woo/Viatech	1	1
Eide	0	1

注: Type I: 航速 11-12 节, 长 150-178 米, 宽 50-63 米, 载重吨: 41000-73000; Type II: 航速 12-13 节, 长 130-157 米, 宽 40-45 米, 载重吨: 30000-40000; Type III: 航速 12-13 节, 长 126.6 米, 宽 31.7 米, 载重吨 15000-20000。

数据来源: Dockwise

根据我们与上市公司的沟通, 上市公司认为货主自行建设船队运营的积极性可能受到经营效率及专业性的影响, 我们认为未来 2-3 年行业的新增运力不会在供给层面对行业造成过大压力。但市场需求低迷时, 仍然可能存在因船舶使用率下滑导致的利润率下滑。

公司管理

中远航运管理层一直在经营上进行着开拓和创新，以提升公司的经营效率和定价权。近年来，公司的管理创新和开拓体现在：

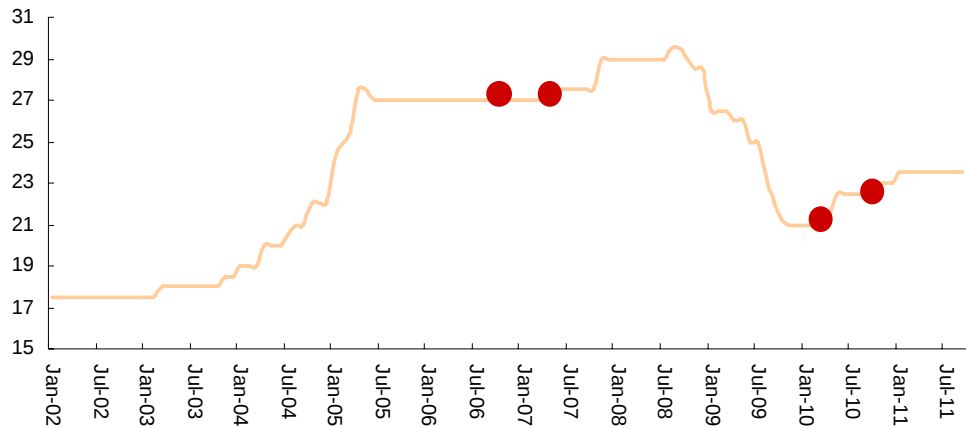
- 1) 对大客户、直接客户的开发。我们认为公司与大客户、直接客户的关系影响着公司在行业运价波动时的议价能力。目前，因公司的积极开拓，直接客户和大客户比重持续提升。同时，公司上半年的机械设备货比重也同比由 33% 上升到 43%。
- 2) 海外营销网络的建设：公司海外营销网络的建设有利于海外市场的拓展，以及回程货盈利能力的提升。2011 年上半年，公司日韩出口货量实现了 100% 以上的提升，同时，欧洲回程货全年实现货量亦可能实现 100% 以上的同比增长。在 2011 年航运市场低迷的市场环境下，我们认为公司的海外营销网络开拓的成效积极。
- 3) 班轮网络的完善和散杂货转运中心：随着公司新船陆续加入船队，公司将逐渐完善自身的班轮航线建设。同时，公司还在天津港设立了散杂货国际中转中心，在天津港对东北亚港口的货物进行重新的发运调配，推进了部分孤立航线的网络化，意在提升运输效率和降低货主运输成本。我们认为，公司航线的网络化的推进和杂货中转中心的建设，有利于公司提升运输效率和服务质量，推动公司的货量增长和公司航线议价能力的提升。
- 4) 燃油和防海盗附加费的推行：公司在 2011 年上半年尝试推行了防海盗附加费和燃油附加费。公司预计今年收取的燃油附加和防海盗附加能够覆盖部分新增燃油和防海盗成本支出。我们认为在 2011 年上半年航运市场相对平淡的背景下，公司的尝试显得积极。附加费如果能够成功推行，则意味着公司相对于下游客户获得了更高的定价权。

财务预测

公司的运力增长

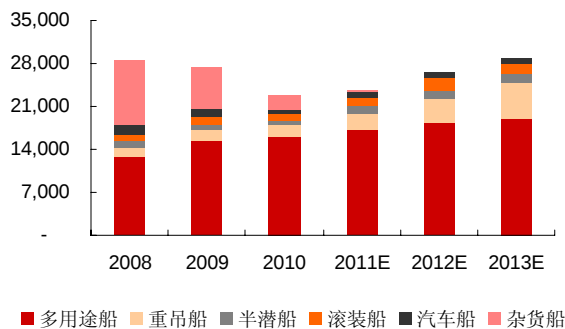
根据公司现有的新船订单，公司在 2011-13 年将逐步淘汰盈利能力较差的杂货船和旧多用途船。2011-13 年多用途船营运天增长约 6.7%/7.4%/3.9%，重吊船营运天增长约 48.6%/37.5%/45.5%。我们认为，对重大件货物适应能力更强，舱容结构设计更合理的多用途新船和重吊船投入市场后，有助于帮助公司提高毛利水平，降低盈亏平衡对应的散货及集装箱运价。

图 27： 1000+TEU 多用途船造价及中远航运造船时点



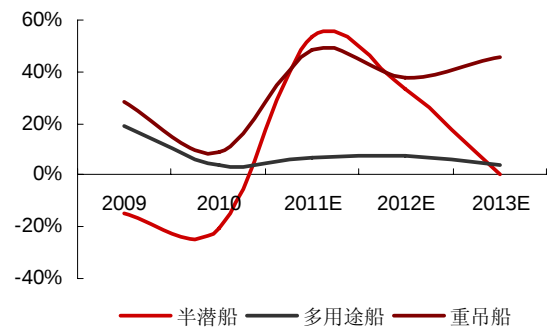
资料来源：Clarkson，公司信息，华泰联合证券研究所

图 28： 中远航运船型营运天



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究所

图 29： 中远航运部分船型运力增速



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究所

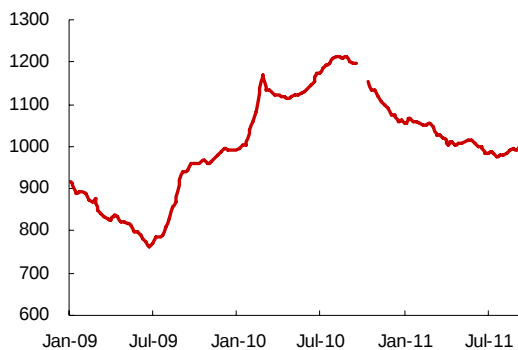
运价周期判断：运价触底，但反转时点未到

我们认为，中远航运的盈利弹性主要由多用途船和重吊船贡献：杂货船将逐渐退出其船队，而汽车及滚装船短期内的盈利贡献占比尚小；同时，半潜船的盈利贡献相对较为稳定，运价周期的波动不剧烈。

我们在前文论述过，对多用途及重吊船而言，其运价的周期弹性主要来自于干散货和集装箱的运价周期。

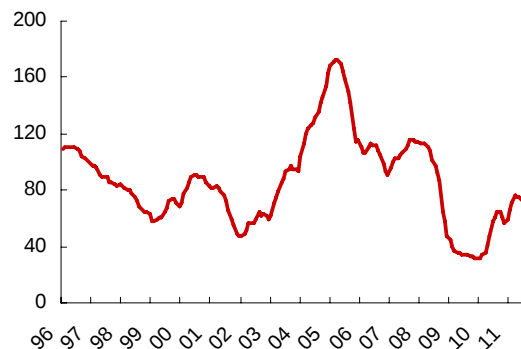
根据我们前文的分析，我们认为目前不论是干散货，还是集装箱行业的周期反转都还需要等待。但我们倾向于认为，BDI 未来出现持续低于 1200 点的情况的概率不高。集装箱运价还未跌至 09 年的低点，但 2009 年全球贸易需求出现了 10% 以上的萎缩，而我们认为未来 2-3 年全球贸易将呈现的增长乏力，但未必会再次萎缩。从这个角度而言，集装箱运价存在下行的可能，但再次探至 09 年低位的概率也不高。

图 30: 出口集装箱运价指数 (CCFI)



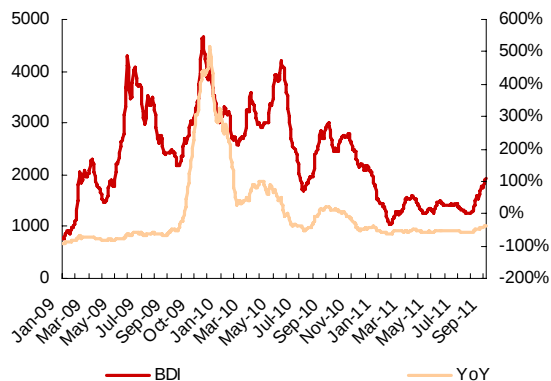
资料来源: 航运交易所, 华泰联合证券研究所

图 31: Clarkson 集装箱运价期租指数



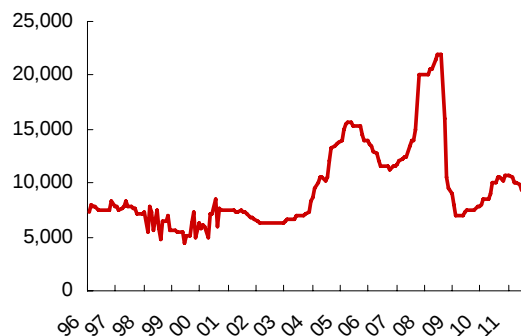
资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究所

图 32: 波罗的海干散货运价指数 (BDI)



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 33: Clarkson 17000dwt 多用途船运价



资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究所

我们认为从 TCE 运价的角度而言,公司实现的有效运价应该在 2011 年 2-3 季度触底,因公司收入确认的滞后性。我们预测公司的多用途和重吊旧船的 TCE 在 2011-13 年运价保持不变,多用途新船和重吊新船在 2011-13 年的 TCE 运价涨幅为 5%/8%/8%和 5%/8%/8%。半潜船的 TCE 运价在 2011-13 年的增长为 -5%/10%/10%。

我们预测公司的 TCE 收入在 2011-13 年的增速为 7.6%/16.9%和 19.6%。

多用途新船及重吊新船维持正盈利

根据公司的信息,公司近年交付的多用途和重吊新船的盈利能力明显超越多用途旧船。2011 年上半年,多用途新船的 TCE 约 16000-17000 美金/天,而整体多用途船队的平均日租金仅 9250 美金/天。这意味着,多用途新船的盈利能力显著超越旧有船队。同样,重吊新船的日租金约 18000-19000 美金/天,而整体重吊船队的平均日租金约 12400 美金/天。我们认为多用途和重吊新船不断加入船队,将为公司作出正的盈利贡献。我们预测公司 2012-13 年的毛利率将同比略有提升,自 2011 年的 12.9%至 13.3%和 16.6%。

净利润和弹性测算

我们假设公司 2011-13 年的财务费用为-7700 万, -3000 万和-540 万, 因公司的大量的美元负债可能受益于人民币升值。我们假设公司 2011-13 年的有效税率为 19.5%。我们预测公司 2011-13 年的 EPS 为 0.19/0.20/0.30 元。

我们的弹性测算表明, 多用途船运价每高于我们的假设 10%, 将为公司 2012 年的业绩增加 0.06 元, 或 30%。重吊船运价每高于我们的假设 10%, 将为公司业绩增加 0.02 元, 或 10%。

表格 10: 2012 年中远航运业绩弹性测算

2012 年 TCE 运价假设	2012 年 EPS
多用途船运价+10%	0.26
重吊船运价+10%	0.22
半潜船运价+10%	0.21

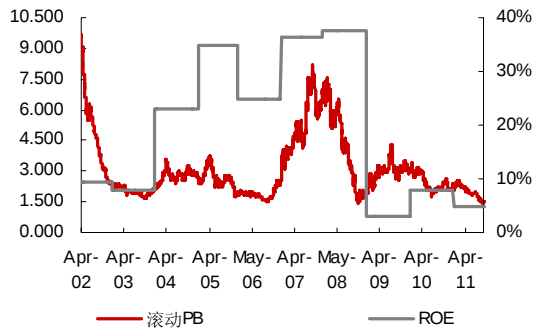
数据来源: 华泰联合证券研究所

投资评级

我们给予中远航运“增持”的投资评级, 因我们认为:

- 1) 我们认为公司的业绩在三季度可能触及低点, 而后业绩将因可盈利运力的增加而环比上升。原因在于 1、尽管干散货运价目前处于周期的低位, 但 BDI 持续大幅低于 2011 年上半年低点 1200 点的概率并不大; 2、集装箱运输的盈利水平持续恶化存在一定概率, 若欧美经济持续疲软。但行业潜在的闲置运力和运力协作可能阻止行业盈利持续大幅下滑, 但这一判断存在风险, 因马士基近日表达了对行业竞争的强硬态度。3、油价在全球经济疲软, 流动性收缩的背景之下难以持续维持高位。4、公司新交付的多用途船和重吊船的运价显著高于旧船, 交付船舶在 2011 年上半年的均实现了盈利, 后续新增运力将为公司贡献正的盈利, 而经营亏损的旧船将逐渐退出市场。
- 2) 估值角度来看, 公司目前的滚动 PB 约 1.5 倍, 而历史上公司的最低滚动 PB 值约 1.4 倍。我们认为公司估值下行的风险有限。
- 3) 公司的盈亏平衡点对应的 BDI 点位较低, 盈利可能受益于 BDI 的低位小幅反弹。

图 34： 中远航运滚动 PB 及 ROE



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 35： 中远航运滚动 PE



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

但我们需要强调的是，公司运价周期的反转仍将来自干散货或集装箱运输价格趋势的反转。目前，两个子行业仍在周期底部徘徊，在全球经济存不确定性，需求增速放缓的现在，我们很难对于散货及集装箱的运价周期作出乐观判断。这意味着，中远航运迎来盈利和估值弹性的时点尚没有到来。

投资风险

我们认为中远航运的投资风险来自于 1) 干散货或集装箱运价在周期底部的进一步下探；2) 油价高涨及其它成本上升带来的风险；3) 公司新增运力交付后开拓区域航线市场的风险：公司在现有相关航线市场的占有率已经较高，新增运力交付后需开拓新航线市场以保证新增运力的盈利能力。

表格 11：中远航运分航线市场占有率

		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
远东-孟	日本市场该航区件杂货班轮	60%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
加拉航区	韩国市场该航区件杂货班轮	80%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
	中国市场该航区件杂货班轮	95%	90%	90%	90%	100%	100%	95%	80%
远东-非	日本市场该航区件杂货班轮	95%	85%	80%	80%	85%	90%	90%	90%
洲航区	韩国市场该航区件杂货班轮	80%	70%	70%	50%	50%	70%	70%	70%
	中国市场该航区件杂货班轮	95%	60%	40%	30%	30%	60%	60%	60%
	南非市场回程班轮					40%	40%	40%	30%
远东-美	中国出口南美西市场		70%-80%	60%-70%	40%-50%	35%-40%	30%-40%	30%	30%
洲航区	中国出口加勒比市场		50%			45%-50%	35%-45%	40%	40%
	南美回程鱼粉杂货船		64%	64%	70%	90%	90%	80%	80%

	巴西回程石材				50%	40%	60%	60%
远东-波 湾、红海 航区	中国出口该航区苏丹、吉布提地区	80%	80%	70%	70%	70%	80%	90%
	中国出口该航区巴基斯坦、伊拉克							以上
	波湾红海区域回印度或东南亚地区	40%	40%	40%	40%	40%	40%	50%
远东-欧 洲、地中 海航区	远东—欧洲杂货船市场出口设备货		20%	20%	30%	70%	60%	60%
	远东—欧洲杂货船市场出口钢材					35%	25%	25%
	欧洲—远东杂货船市场进口市场				20%	20%	20%	20%
远东-东 南亚航区	中国出口越南海防设备							70%
	中国出口缅甸件杂货							85%
	缅甸回中国原木							80%

数据来源：公司信息，华泰联合证券

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3320	2912	3400	3821	营业收入	4407	4561	5361	5908
现金	2877	2500	2917	3304	营业成本	3757	3974	4647	4926
应收账款	118	87	102	112	营业税金及附加	32	9	11	12
其他应收款	31	36	42	46	营业费用	36	36	43	47
预付账款	142	151	177	187	管理费用	260	255	295	325
存货	138	139	163	172	财务费用	-39	-78	-30	-5
其他流动资产	14	0	0	0	资产减值损失	1	10	0	0
非流动资产	6799	8411	9137	9781	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	41	41	41	41	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	3894	7411	8281	9893	营业利润	360	353	395	602
无形资产	6	5	5	4	营业外收入	61	50	30	30
其他非流动资产	2858	953	810	-158	营业外支出	4	0	5	5
资产总计	10120	11323	12537	13602	利润总额	418	403	420	627
流动负债	2425	1228	1153	1213	所得税	81	79	82	122
短期借款	1093	194	0	0	净利润	337	325	338	505
应付账款	546	576	674	714	少数股东损益	-3	1	1	1
其他流动负债	787	457	479	499	归属母公司净利	340	324	337	504
非流动负债	3137	3184	4134	4634	EBITDA	489	539	728	1025
长期借款	1388	1438	2388	2888	EPS (元)	0.26	0.19	0.20	0.30
其他非流动负	1750	1746	1746	1746	主要财务比率				
负债合计	5563	4412	5287	5847	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	34	35	35	37	成长能力				
股本	1310	1690	1690	1690	营业收入	12.9%	3.5%	17.5%	10.2%
资本公积	833	2516	2516	2516	营业利润	338.8	-1.9%	11.9%	52.4%
留存收益	2527	2851	3188	3692	归属母公司净利	150.9	-4.7%	4.2%	49.3%
归属母公司股	4523	6877	7215	7718	获利能力				
负债和股东权	10120	11323	12537	13602	毛利率(%)	14.7%	12.9%	13.3%	16.6%
现金流量表					净利率(%)	7.7%	7.1%	6.3%	8.5%
单位: 百万元					ROE(%)	7.5%	4.7%	4.7%	6.5%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	4.3%	2.9%	3.5%	5.3%
经营活动现金	598	461	745	952	偿债能力				
净利润	337	325	338	505	资产负债率(%)	55.0%	39.0%	42.2%	43.0%
折旧摊销	168	264	363	427	净负债比率(%)	48.76	36.98	45.16	49.38
财务费用	-39	-78	-30	-5	流动比率	1.37	2.37	2.95	3.15
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.31	2.26	2.81	3.01
营运资金变动	111	-52	48	25	营运能力				
其他经营现金	21	3	26	1	总资产周转率	0.51	0.43	0.45	0.45
投资活动现金	-1735	-1895	-1114	-1071	应收账款周转率	44	44	54	52
资本支出	1871	1909	1114	1071	应付账款周转率	7.03	7.08	7.43	7.10
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	136	14	0	0	每股收益(最新)	0.26	0.19	0.20	0.30
筹资活动现金	1762	1057	786	505	每股经营现金流	0.35	0.27	0.44	0.56
短期借款	594	-899	-194	0	每股净资产(最	2.68	4.07	4.27	4.57
长期借款	878	50	950	500	估值比率				
普通股增加	0	380	0	0	P/E	30.18	31.68	30.41	20.37
资本公积增加	0	1683	0	0	P/B	2.27	1.49	1.42	1.33
其他筹资现金	290	-157	30	5	EV/EBITDA	24	21	16	11
现金净增加额	582	-377	417	386					

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300（以下简称基准）

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、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。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。