

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

11 月运量年内次高，下跌带来配置机会

事件描述

中远航运公布 2011 年 11 月生产数据：

- 2011 年 11 月，中远航运船队总计完成运量 92.8 万吨，同比上升 36.4%，环比下降 7.7%。11 月公司完成周转量 56.8 亿吨海里，同比上升 14.1%，环比下降 7.3%。公司月度运量和周转量环比回落，但同比仍维持较大增幅，绝对量仅次于今年 10 月的高点，从成因来看主要是受多用途船和杂货船运量环比减少所致，而多用途船、杂货船、重吊船和汽车船运量同比皆上升。
- 11 月，多用途船、杂货船、重吊船和汽车船运量同比皆上升，环比除杂货船外其余船型运量皆下降。1) 多用途船完成运量 50.7 万吨，同比上升 12.7%，环比下降 9.5%，运量同环比增幅较上月皆有所回落。2) 重吊船完成运量 6.2 万吨，同比上升 170.3%，环比下降 29.7%。3) 半潜船本月没有运量完成。
- 4 季度以来，全球主要经济体表现皆不尽如人意，欧盟受债务危机持续发酵拖累需求，美国经济恢复步伐缓慢，而中国经济增长受调控影响而趋缓，低迷的经济导致需求起色甚微，各船型运价持续在低位徘徊。Clarksons 最新统计的 9000 吨和 1.7 万吨多用途船运价分别较年初下降了 20.0%和 11.6%。中期特种船行业是我们最为看好的子行业之一。但是全球经济短期内缺乏向上动力，航运市场经营环境持续恶化将是大概率事件，公司业绩受此影响复苏时间将至少延后至明年下半年。中远航运目前市净率为 1.24 倍，为历史最低点，目前安全边际较高，但盈利拐点出现的信号尚未明朗，我们认为公司股价目前进入了中期的可配置阶段。预计 2011-2013 年公司业绩分别为 0.14 元、0.25 元和 0.39 元，对应 PE 分别为 35.21 倍、19.80 倍和 12.51 倍，维持“推荐”评级。

事件评论

第一，总运量年内次高

2011 年 11 月，中远航运船队总计完成运量 92.8 万吨，同比上升 36.4%，环比下降 7.7%。11 月公司完成周转量 56.8 亿吨海里，同比上升 14.1%，环比下降 7.3%。公司月度运量和周转量环比回落，但同比仍维持较大增幅，绝对量仅次于今年 10 月的高点，从成因来看主要是受多用途船和杂货船运量环比减少所致，而多用途船、杂货船、重吊船和汽车船运量同比皆上升。

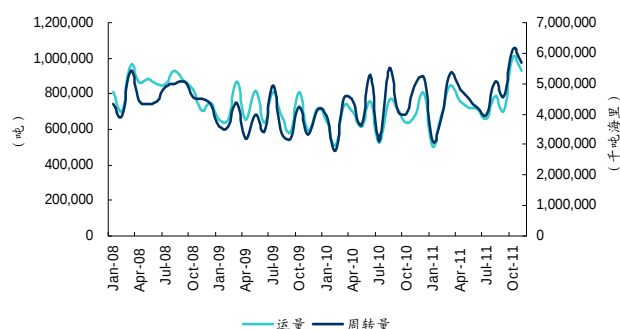
11 月，营运率为 95.5%，同比下降 1.4 个百分点；航行率 58.9%，同比下降 4.0 个百分点；载重率 54.1%，同比下降 18.3 个百分点；燃油单耗 7.0 千克/千吨海里，比去年同期上升 7.7%。

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
Sep-11	706,622	4,607,935	98.1	54.8	56.9	7.7
Oct-11	1,005,854	6,128,348	98.7	55.6	60.0	7.6
Nov-11	928,832	5,681,241	95.5	58.9	54.1	7.0

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



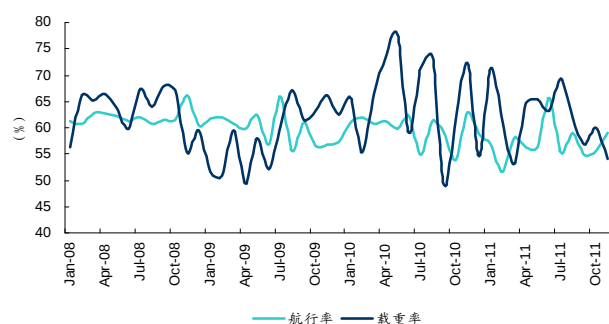
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2: 中远航运船队营运率



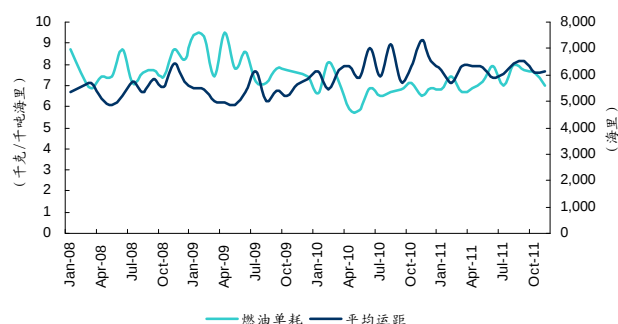
资料来源：公司公告，长江证券研究部

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，杂货船运量继续回升，其余船型涨跌互现

11月，多用途船、杂货船、重吊船和汽车船运量同比皆上升，环比除杂货船外其余船型运量皆下降。

多用途船完成运量50.7万吨，同比上升12.7%，环比下降9.5%，占总运量的54.6%。运量同环比增幅较上月皆有所回落。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9500美元/天，同比分别下降20.00%和11.63%，环比维持，欧美经济不景气对需求的影响使得运价在低位维持。另外，公司的2艘2.7万吨多用途船“芙蓉松”和“莲花松”于本月正式交付。

重吊船完成运量6.2万吨，同比上升170.3%，环比下降29.7%，占总运量的6.7%。公司在中远大连造船订造的3万吨重吊船“Kraszewski”于10月份正式交付。

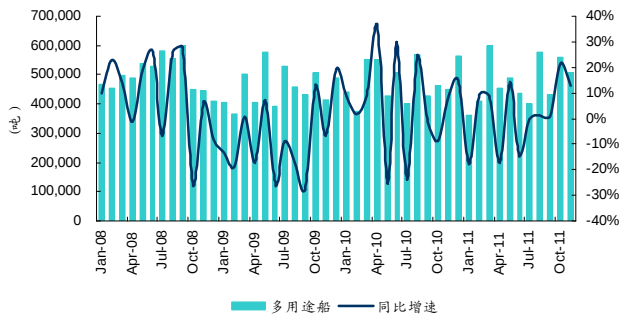
半潜船本月没有运量完成。半潜船目前的任务仍以打品牌为主，积累大型平台运输经验，为市场负责做准备。

杂货船完成运量31.0万吨，同比上升102.2%，环比上升15.8%，占总运量的33.4%。

汽车船完成运量3.5万吨，同比上升158.3%，环比下降2.7%。

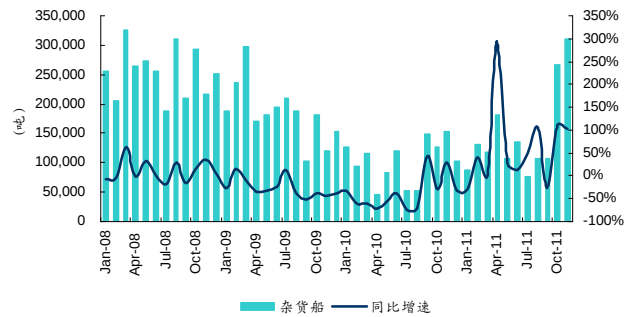
滚装船完成运量1.5万吨，同比下降58.4%，环比下降48.5%。

图 5：中远航运多用途船运量



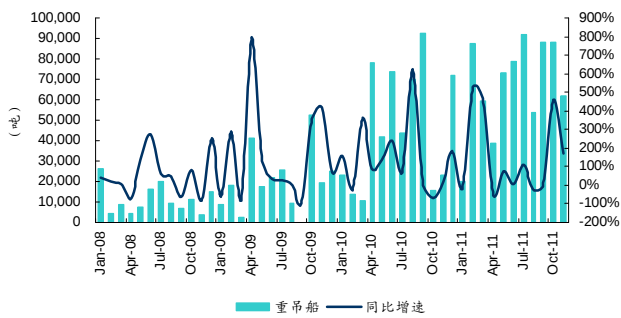
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 6：中远航运杂货船运量



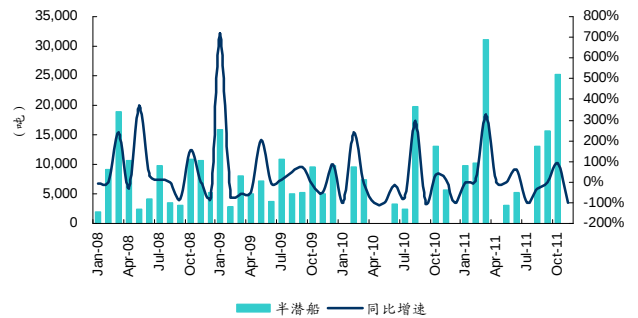
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 7：中远航运多重吊船运量



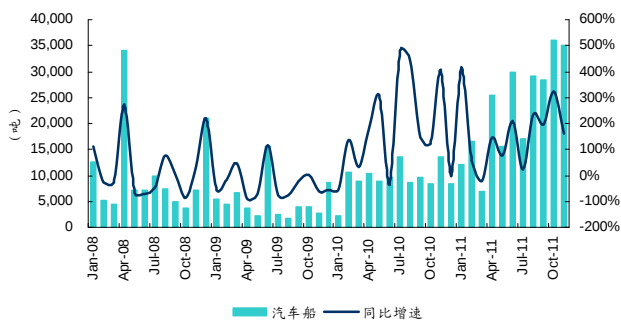
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 8：中远航运半潜船运量



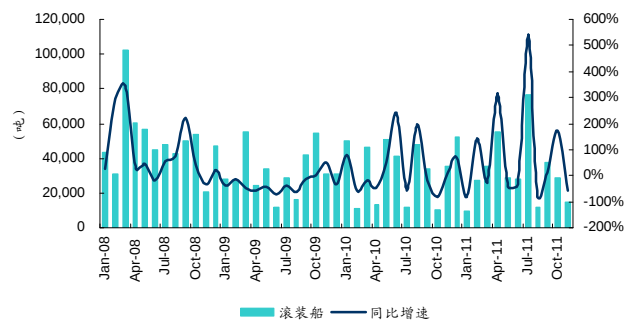
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 9：中远航运多汽车船运量



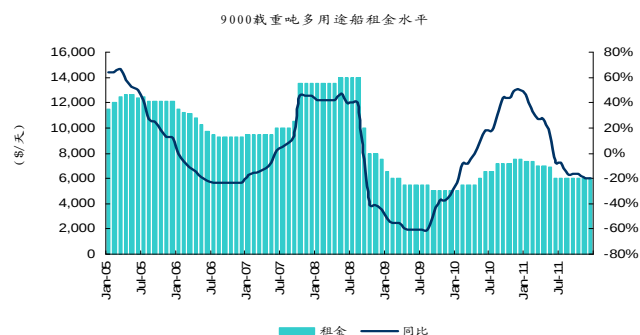
资料来源：公司公告，长江证券研究部

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, PB 显示安全边际较高, 盈利拐点仍需等待

4 季度以来, 全球主要经济体表现皆不尽如人意, 欧盟受债务危机持续发酵拖累需求, 美国经济恢复步伐缓慢, 而中国经济增长受调控影响而趋缓, 低迷的经济导致需求起色甚微, 各船型运价持续在低位徘徊。Clarksons 最新统计的 9000 吨和 1.7 万吨多用途船运价分别较年初下降了 20.0% 和 11.6%。唯一值得安慰的是公司燃油单耗自 9 月开始已连续 3 个月回落, 这在一定程度上减轻了公司的经营压力。

中期特种船行业是我们最为看好的子行业之一。但是全球经济短期内缺乏向上动力, 航运市场经营环境持续恶化将是大概率事件, 公司业绩受此影响复苏时间将至少延后至明年下半年。中远航运目前市净率为 1.24 倍, 为历史最低点, 目前安全边际较高, 但盈利拐点出现的信号尚未明朗, 我们认为公司股价目前进入了中期的可配置阶段。预计 2011-2013 年公司业绩分别为 0.14 元、0.25 元和 0.39 元, 对应 PE 分别为 35.21 倍、19.80 倍和 12.51 倍, 维持“推荐”评级。

风险提示

欧元区债务危机应对乏力及中东地区紧张局势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	5231	6317	7858	货币资金	2877	2877	3158	3772
营业成本	3757	4663	5299	6379	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	650	567	1018	1479	应收账款	149	180	217	270
% 营业收入	14.7%	10.8%	16.1%	18.8%	存货	138	177	201	242
营业税金及附加	32	38	46	57	预付账款	142	176	200	240
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	14	17	20	25
销售费用	36	42	51	63	流动资产合计	3320	3427	3797	4550
% 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	309	373	464	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	3	19	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.9%	-0.4%	0.0%	0.2%	固定资产合计	6694	8556	9383	10185
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	199	546	876	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	8.2%	3.8%	8.6%	11.1%	资产总计	10120	12029	13227	14781
营业外收支	57	100	0	0	短期贷款	1325	975	1572	2178
利润总额	418	299	546	876	应付款项	546	678	770	927
% 营业收入	9.5%	5.7%	8.6%	11.1%	预收账款	50	58	69	86
所得税费用	81	66	131	219	应付职工薪酬	255	315	357	430
净利润	337	233	415	657	应交税费	122	112	191	298
归属于母公司所有者的净利润	340.0	233.3	414.9	656.8	其他流动负债	128	159	182	219
少数股东损益	-3	0	0	0	流动负债合计	2425	2297	3142	4138
EPS (元/股)	0.20	0.14	0.25	0.39	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	303	813	1204	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	5161	6006	7002
收回现金					归属于母公司	4523	6835	7187	7746
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	-2052	-1063	-1079	股东权益	4557	6868	7221	7779
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	10120	12029	13227	14781
投资活动现金流净额	-1735	-2052	-1063	-1079	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	0.138	0.245	0.389
银行贷款增加 (减少)	1192	-349	597	606	BVPS	3.45	5.22	5.48	5.91
筹资成本	30	-15	-65	-118	PE	24.17	35.21	19.80	12.51
其他	-60	0	0	0	PEG	0.98	1.43	0.81	0.51
筹资活动现金流净额	1762	1749	532	488	PB	1.41	0.93	0.89	0.82
现金净流量	625	0	282	613	EV/EBITDA	16.46	20.85	10.22	6.84
					ROE	7.5%	3.4%	5.8%	8.5%

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。