

日期: 2012 年 3 月 27 日
行业: 交通运输业 - 航运



冀丽俊
021-53519888-1921
jilijun@sigchina.com
执业证书编号: S0870208090141

行业低迷，业绩下滑

■ 动态事项:

2011 年业绩下滑

公司公布 2011 年年报。2011 年，营业收入为 122.91 亿元、归属于母公司所有者的净利润为 10.47 亿元，分别同比增长 7.72% 和 -38.99%；每股收益 0.31 元。2011 年，航运市场低迷，运价低位，公司业绩大幅下降，不过相对同行业其他公司来看，依然保持了盈利，主要是源于：大客户战略合作，保证了一定的运量和运价；10 艘 VLOC 投入运营，都签有长期合同，且执行较好，VLOC 船舶的毛利率在 30% 左右。

2012 年展望

就 2012 年的航运市场走势，公司判断，由于全球经济复苏将面临较大的不确定性，世界贸易增速仍将处于低位，我国进出口贸易将维持小幅增长。航运市场运力供过于求的局面短期内无法得到根本改善，国际油运及干散货运输市场预计仍将低位徘徊。同时，2012 年国际油价预计将保持高位震荡态势，航运企业面临的经营成本压力将持续增加。

公司将通过以下几个方面来推进 2012 年工作：1) 坚持大货主合作战略，如与神华、包钢等；2) 加强成本控制；3) 提高船舶运输效率；4) 推进 LNG 业务；5) 扩大融资渠道等。

公司就 2011 年度业绩召开现场交流会，部分高管与大家进行了交流。

Q1：对 2012 年航运市场的看法。

航运业周期性较为明显，2012-2013 年，运力供给大于货量需求的压力依然存在，预计 2012 年行业仍然较为艰难，等 2013 年新增运力下降时，市场可能会有复苏的机会。

无论油运还是干散货市场，供给大于需求使得运价低迷，而油价上涨较大使得成本压力增加，公司经营面临较大压力。

从内外贸的情况来看，内贸部分由于有 COA 合同或者大客户合约，相对稳定，能够实现盈利；外贸部分可能依然会受制于低迷的运价而出现亏损。

基本数据 (Y11)

报告日股价 (元)	6.18
12mth A 股价格区间 (元)	9.94/5.66
总股本 (百万股)	3404.55
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (百万元)	21040.12
每股净资产 (元)	6.94
PBR (X)	0.89

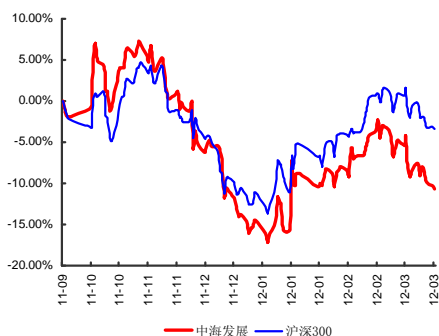
主要股东 (Y11)

中国海运 (集团) 总公司	46.36%
HKSCC NOMINEES LIMITED	37.84%

收入结构 (Y11)

煤炭运输	32.50%
油品运输	50.77%
其他干散货运输	16.73%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: JLJ11-CI01

首次报告时间: 2006 年 9 月 8 日

Q2: 如何消化新增运力

截至 2011 年底, 公司共拥有船舶 189 艘 1,325 万载重吨, 2011 年新船投入增加运力 199 万载重吨, 2012 年预计新增运力 44 艘 402 万载重吨, 全年实际投入使用的运力预计增长 18.7%。2012 年, 新增运力中: 油轮 13 艘 80 万载重吨、散货轮 31 艘 322 万载重吨。

油轮主要用于替代沿海单壳油轮, 用于沿海海洋油运输; 少量用于东南亚航线的油品运输。干散货新船 30 万吨级及 23 万吨级主要是用于与宝钢、武钢矿砂运输, 都是有长期运输合约的, 少部分用于沿海电煤运输和国际航线干散货运输。

Q3: 折旧年限等会计政策变化及影响

公司参考国家要求和同行业公司情况调整了船舶折旧年限及残值的计算。折旧年限由原先的 22 年调整为 25 年, 由此 2012 年公司可少计折旧成本约 6 亿元。同时根据市场废钢价格, 对船舶残值由原来的 180 美元/轻吨调整为 470 美元/轻吨, 预计后期船舶处理的营业外收入会减少。

Q4: 资本开支的落实情况, 有无融资计划

2012 年和 2013 年, 公司的资本开支大约在 94 和 32 亿元左右, 就今年的资金来源, 主要是以下三个部分: 1) 公司董事会批准发行 50 亿公司债; 2) 中海集团发 60 亿中期票据, 其中 20 亿转贷给公司, 利率在 5% 以下; 3) 剩下的由以前申请的美元贷款来解决。

Q5: 合资公司发展很快, 会否影响公司自身的业务发展

在内贸煤炭运输方面, 合营公司的货量增长较快, 比如神华中海 2009 年运量 900 万吨、2010 年 6000 万吨、2011 年 8000 万吨, 神华将海运作为业务发展环节, 很多煤炭提供到岸服务, 2012 年神华中海运量预计超过一亿吨。公司认为, 发展合营公司是为了稳住客户、占领市场, 已经起到了这个作用。

Q6: 2012 年电煤 COA 合同情况

2012 年电煤 COA 谈判进展缓慢, 因市场运价低, 影响到合同的签定。至 3 月 15 日, 已签定运量 4250 万吨, 相当于去年实现运量 5780 万吨的 73%, 运价包括燃油附加费在内的整个运价下降约一成 (预计华东、华南航线分别为 45 和 55 元/吨)。最近两个月还会陆续签定一些合同, 预计 2012 年度合同运量约 5000-6000 万吨。

Q7: VLOC 长协合同实行情况

VLOC 合同执行情况良好, 目前没有出现变更的情况, 2011 年交付的 7 艘 VLOC, 实现运量 830 万吨, 收入 7.2 亿元, 毛利 2.4 亿元, 毛利率超过 30%。2012 年还有 5 条 VLOC 交付, 预计毛利率可保持

在 30% 以上。

Q8: 未来 3-5 年的经营重点

公司未来的发展重点在于 LNG。主要是紧跟中石油、中石化的天然气购买及承运，LNG 运输项目捆绑天然气项目，有稳定的回报，未来发展空间较大。

2011 年 7 月公司与日本商船三井株式会社就合资设立四家单船公司、建造四艘 LNG 船舶参与 LNG 运输达成共识并签署有关协议，该四艘船舶将于 2015-2016 年交付使用，这 4 条船，中海约占 0.96 条，预期净资本回报近 16%。

最近中石化的天然气项目，为买方承运，中方占 70% 股份，而中海与中石化的合资公司，中海占 51%，预计需 8 条船计划 2012-2013 年造船，预计交船时间为 2015-2016 年。LNG 项目将为公司未来业务发展提供新的增长点。

■ 投资建议：

维持投资评级：未来六个月内，大市同步。

我们预计公司 2012、2013 年营业收入分别增长 19.04% 和 17.77%，归属于母公司所有者的净利润分别增长 -2.58% 和 21.08%；每股收益分别为 0.30 元和 0.36 元；相应的动态市盈率分别为 20.60 倍和 17.16 倍。

我们认为，虽然航运市场景气低迷，公司业绩出现明显下滑，但相比同行业其他公司来说，经营上相对稳健。短期内全球运力投放的压力较大，而货量需求增长较为缓慢，由此运价受到压制，关注运量的变化情况，维持公司“大市同步”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2011A	2012E	2013E
营业收入	12290	14630	17230
年增长率 %	7.72	19.04	17.77
归属于母公司的净利润	1047	1020	1235
年增长率 %	-38.99	-2.58	21.08
每股收益 (元)	0.31	0.30	0.36
PER (X)	19.94	20.60	17.16

注：有关指标按最新总股本计算

分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。