

中远航运 (600428)

增持/维持评级

股价: RMB4.43

分析师

范倩蕾

SAC 执业证书编号:S1000510120025

(0755)8236 4417

fanql@mail.hthsc.com.cn

盈利大幅下滑, 运价接近底部

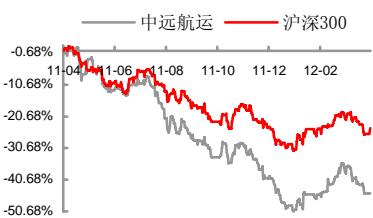
——中远航运 2011 年年报点评

- 中远航运公布 2011 年年报, 收入 51.6 亿, 同比升 17.2%, 归属上市公司股东的净利润 1.5 亿, 同比降 55.3%; 扣除非经常损益后归属股东的净利润 5146 万, 同比下滑 82.8%。基本每股收益 0.09 元, 扣除非经常性损益的每股收益 0.03 元。
- 公司 2011 年吨海里运量增 7.8%, 与年内平均运力增长相匹配; 总体期租水平下滑, 因市场运价的低迷。公司收入快速增长与大幅上涨的航次成本计入收入有关。2011 年, 公司的毛利率自 16.6% 下滑至 7.16%, 除汽车船外各船型毛利率均下滑。
- 汽车船年内表现抢眼, 虽然运力仅占船队运力的 3%, 但其实现期租水平增长 289.9%、收入增长 142.75% 至 5.6 亿及营业利润增长 540.89% 至 4392 万, 贡献了船队约 11.5% 的收入和 28.8% 的营业利润。半潜船营业利润自 2004 年以来首次亏损。
- 公司船队实现的营业利润约 1.52 亿, 同比降 65.3%; 公司其他业务(劳务服务等)毛利亏 5500 万, 并吞噬了约 40% 的船队营业利润。
- 公司处置非流动资产实现税前净收益约 1.13 亿。因公司的杂货船和滚装船已处理完毕, 未来来自处置资产的营业外净收入贡献或有所下降。
- 公司 2011 年二季度开始调整了折旧会计估算方法, 约影响 2011 年归属母公司股东的净利润约 1286.3 万, 折合 EPS 0.008 元。
- 我们调整公司 2012-13 年的盈利预测至 0.08/0.13 元, 预计公司扣除非经常损益的净利润水平将缓慢复苏。我们维持对公司“增持”的投资评级, 因我们相信公司的多用途船、半潜船运价皆在周期底部, 而汽车船业务将持续为公司提供稳定的利润。目前公司的股价约相当于 1.2x 的 11 年 PB。
- 公司的投资风险在于 1) 全球经济复苏受阻带来的运输需求低迷; 2) 全球政局动荡及中国海外投资增速下滑或影响公司运输需求; 3) 燃油及人工成本的大幅上升。

基础数据

总股本 (百万股)	1,690
流通 A 股 (百万股)	1,690
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	7,489

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4406.8	5163.1	6193.1	7327.7
(+/-%)	12.9	17.2	20.0	18.3
归属母公司净利润(百万元)	340.0	151.9	131.4	224.1
(+/-%)	150.9	-55.3	-13.8	70.5
EPS(元)	0.20	0.09	0.08	0.13
P/E(倍)	22.0	60.4	79.0	41.0

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

中远航运公布 2011 年年报

业绩大幅下滑

中远航运公布 2011 年年报，收入 51.6 亿，同比升 17.2%，归属上市公司股东的净利润 1.5 亿，同比降 55.3%；扣除非经常损益后归属股东的净利润 5146 万，同比下滑 82.8%。基本每股收益 0.09 元，扣除非经常性损益的每股收益 0.03 元。

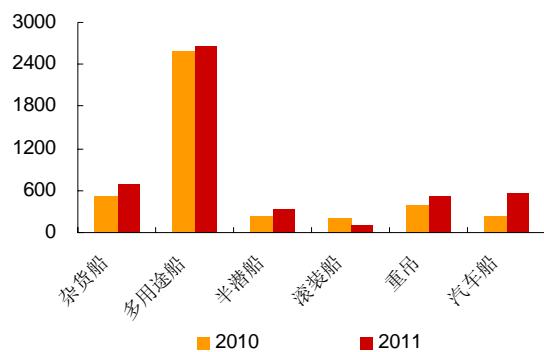
公司 2011 年二季度开始调整了折旧会计估算方法，约影响 2011 年归属母公司股东的净利润约 1286.3 万，折合 EPS 0.008 元。

表格 1：中远航运 2011 年年报利润表（百万人民币）

	2011	2010	YoY
营业收入	5,163.1	4,406.8	17.2%
营业成本	(4,869.7)	(3,793.2)	28.4%
营业税金	(13.4)	(32.1)	-58.3%
管理费用	(247.3)	(259.5)	-4.7%
财务费用	61.0	39.4	55.0%
资产减值损失	(6.3)	(1.1)	
营业利润	87.4	360.3	-75.7%
营业外收入	131.4	61.3	114.3%
营业外支出	(0.0)	(4.0)	-99.1%
利润总额	218.8	417.6	-47.6%
所得税	(51.8)	(81.1)	-36.1%
净利润	167.0	336.5	-50.4%
少数股东损益	(15.1)	3.4	
归属母公司所有者的净利润	151.9	340.0	-55.3%

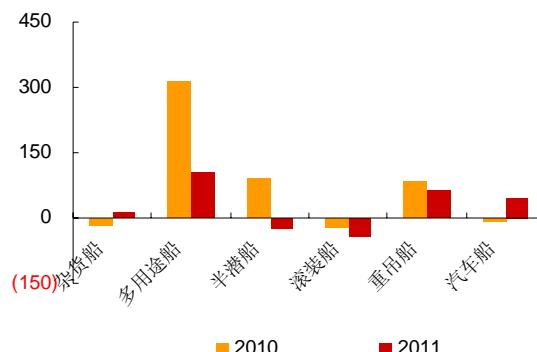
数据来源：公司信息，华泰联合证券研究所

图 1：中远航运分船型收入



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究所

图 2：中远航运分船型营业利润



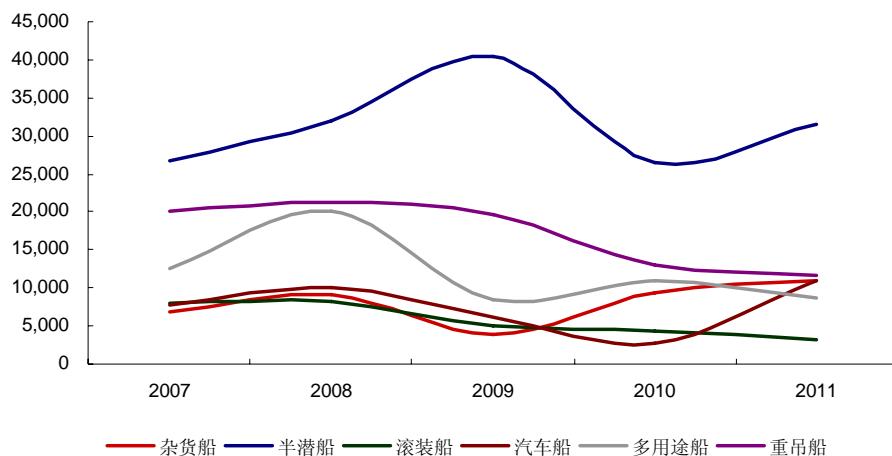
资料来源：公司信息，华泰联合证券研究所

期租及毛利水平下滑

公司 2011 年的收入增长除了受益于船队增长，还与计入收入的航次成本增长有关。公司 2011 年吨海里运量增 7.8%，与年内平均运力增长相匹配；总体期租水平下滑 3.82% 至 9885 美元/天，收入增长与大幅上涨的燃油及其他航次成本计入有关。

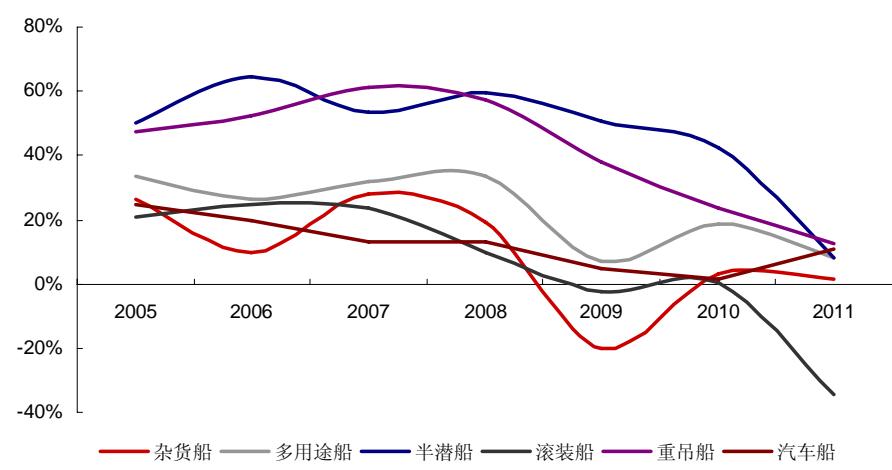
分船型来看，杂货、半潜及汽车船的期租水平有所上升，其他船型均表现为不同程度的下降。我们认为这与 2011 年散杂货运输市场运价的低迷有关。

图 3：中远航运分船型期租水平变化（2007-2011，美元/天）



资料来源：华泰联合证券研究所

图 4：中远航运分船型毛利率变化（2005-2011）



资料来源：华泰联合证券研究所

成本因燃油及人工成本上升大幅上升

公司成本大幅上升 28.4% 至 48.7 亿，因燃油成本及人工成本的上升。其中，我们测算燃油成本的上升超过 50%，除了运量提升和燃油单耗提升带来的影响，燃油单价亦上升 37%-38%。

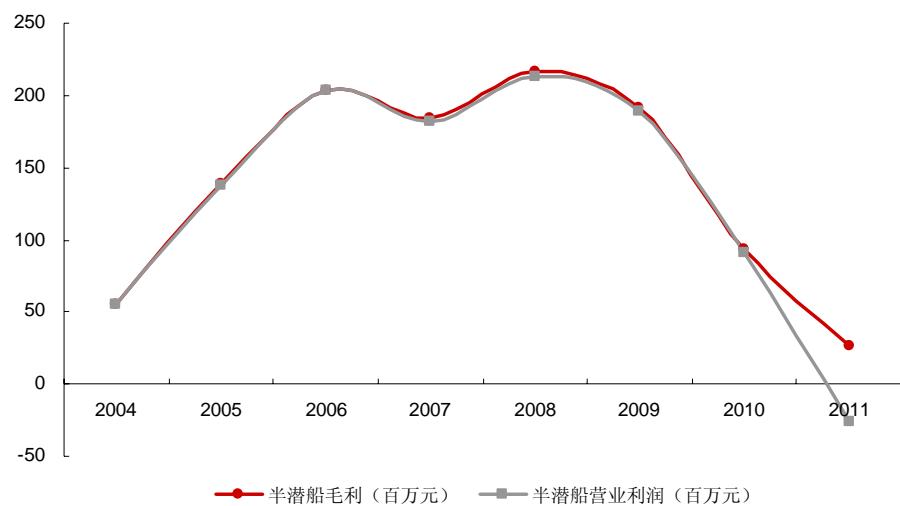
汽车船表现抢眼

汽车船年内表现抢眼，虽然运力仅占船队运力的3%，但实现期租水平增长289.9%、营收增长142.8%至5.6亿及营业利润增长540.9%至4392万，贡献了船队约11.5%的营收和28.8%的营业利润。

半潜船营业利润首次年度亏损

尽管期租水平有所上升，但半潜船毛利率水平及营业利润均下滑。半潜船毛利率自27%降至8.09%，毛利下降至2629万，降幅超过70%。营业利润2004年以来首度报负，或与年内新船接收带来的管理费用及财务费用增加有关。

图5：中远航运半潜船毛利及营业利润（百万元）



资料来源：华泰联合证券研究所

非主营业务吞噬营业利润

公司船队实现的营业利润约1.52亿，同比降65.3%；公司其他业务（劳务服务等毛利亏5500万，并吞噬了约40%的船队营业利润。

处置资产贡献营业外收入

公司处置非流动资产实现税前净收益约1.13亿。因公司的杂货船和滚装船已处理完毕，未来来自处置资产的营业外收入贡献将有所下降。

预计2012-13年经营业绩复苏

我们预计公司2012年收入及毛利均有所增长。我们预计公司2012年的船队收入将增长约20%，因16%的平均运力增长所带来的TCE收入增长，及航次成本的继续上行。我们假设全年半潜船TCE将小幅增长5%，汽车船TCE持平，其他船型TCE小幅下滑。公司的船队毛利将小幅增长，由运力增长贡献。同时，我们预计公司的非营业亏损将减轻。

我们预计公司 2012 年的财务收入将同比下滑，因利息收入减少及汇兑收益的减少。同时，我们预测 2012 年公司的营业外净收支将有所下降。

我们调整公司 2012-13 年的盈利预测至 0.08/0.13 元，预计公司扣除非经常损益的净利润水平将缓慢复苏。

我们维持对公司“增持”的投资评级，因我们相信公司的多用途船、半潜船运价皆在周期底部，年内 BDI 的上涨和集运运价的上涨或将推动多用途船回报率的回升，半潜船供需的改善亦可能推升利润。而汽车船业务将持续为公司提供稳定的利润。目前公司的股价约相当于 1.2x 的 11 年 PB。

风险提示

公司的投资风险在于 1) 全球经济复苏受阻带来的运输需求低迷；2) 全球政局动荡及中国海外投资增速下滑或影响公司运输需求；3) 燃油及人工成本的大幅上升。

**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 ±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.hthsc.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.hthsc.com.cn

免责申明

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投资目标或财务状况；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。本报告中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。