

中远航运 (600428.SH) 水上运输行业

评级：增持 维持评级

公司点评

姜明
联系人
(8621)61038319
jiangming@gjzq.com.cn

黄金香
分析师 SAC 执业编号：S1130511030022
(8621)61038325
huangjx@gjzq.com.cn

立足长远收购“广远”，新板块短期难有作为

事件

中远航运 12 月 6 日发布两笔关联交易公告，其一为公司以 109,489.46 万元现金收购母公司持有的广州远洋运输有限公司（简称“广远”）100% 股权；另一笔是则为公司以 50,100.80 万元购买母公司旗下物业-广州远洋大厦中的部分单位用于日常办公。

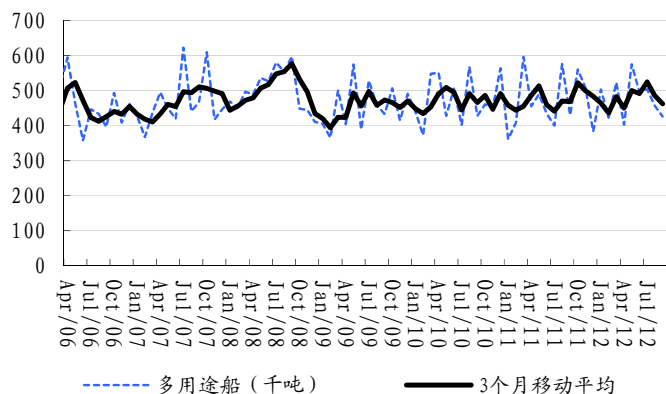
评论

- **船队更具规模化，利于资产合理配置：**1、广远主营船队包括木材船 13 艘、沥青船 11 艘、多用途船 2 艘，合计 26 艘、48.6 万载重吨。收购后，中远航运船队规模提升至 95 艘、204.5 万载重吨，平均船龄从 12.8 年进一步下降为 11.2 年。管理和经营的特种船型从 6 种拓展至 8 种，能进一步满足客户提出的多元化运输需求，有利于获取物流运输服务要求较高、较复杂的大型项目货；2、收购和被收购公司的全球化营销网络有望被进一步整合，提高船队运营效率，特别是运营与西非、北美、澳洲至远东市场的木材船，由于同多用途船存在竞争关系，合并后的统一调配将避免内部竞争的窘境。
- **沥青业务稳健，利平抑业绩波动：**1、2011 年 1-7 月公司沥青船业务毛利率约 19.4%，对比木材船和公司收购前的 6 项特种船业务，沥青业务毛利率水平位居第二（前面是半潜）；2、2012 年 1-7 月航运市场表现低迷，航运景气度指标 BDI 指数一度逼近 600 点。较其它船型市场，沥青板块仍能保持 14.5% 的毛利水平，盈利能力较为稳定。
- **离退休人员计提负债，新板块盈利有望改善：**广远原离退休人员共计 8,961 人，成本负担较重。本次收购一次性计提了离退休费用 8.68 亿，并作为负债冲抵了广远的净资产，预计将小幅利好于广远后续年度的业绩表现。
- **收购立足长远，短期难有作为：**1、公司当前的收购事宜布局于长远，航运业在 2010 年之后整体陷入低谷，公司选择当前时点进行收购的出发点可能为：航运基本面和船舶资产在当前基础上难进一步大幅下探，公司目前的购船成本具备一定安全边际；广远旗下船舶运输业务及所在市场同中远航运现阶段业务较为吻合，有一定协同效应，双方合作基础较为充分；2、收购事宜需股东大会审议通过，因而不会对公司 2012 业绩造成重大影响。但就 2013 年形势看，全球航运形势在供需失衡格局下难有趋势性复苏，广远木材、沥青船运输市场短期改善能力有限，叠加收购事宜所带来的资金压力，我们判断被收购业务在 2013 年较难增厚公司业绩。

投资建议

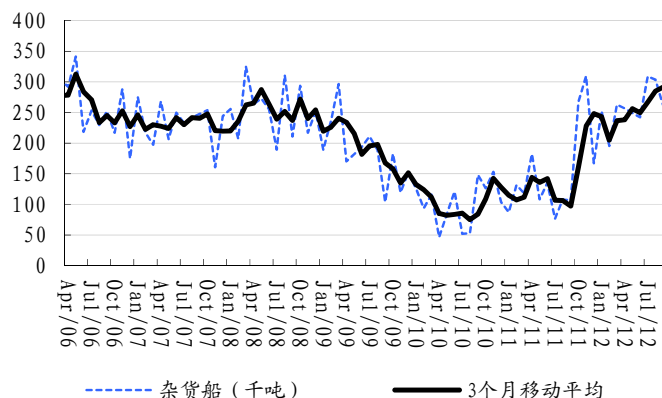
公司 PB 估值约为 0.9 倍，处于历史底部，安全边际较高。未来半潜、重吊船高端业务有望带动公司盈利大幅改善，业绩弹性较大，维持“增持”评级。

图表1: 中远航运业务量-多用途船

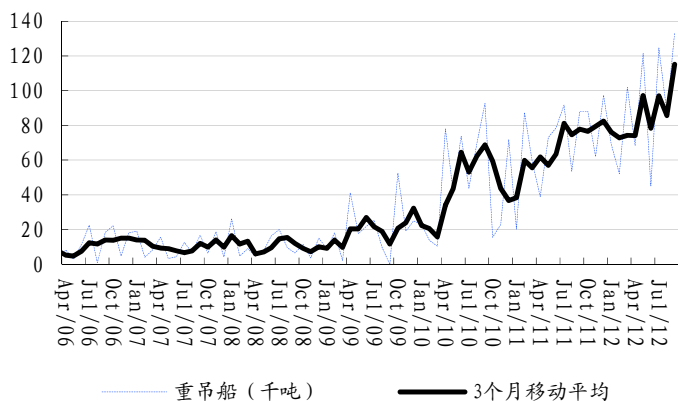


来源: 国金证券研究所, 公司月度经营数据

图表2: 中远航运业务量-杂货船

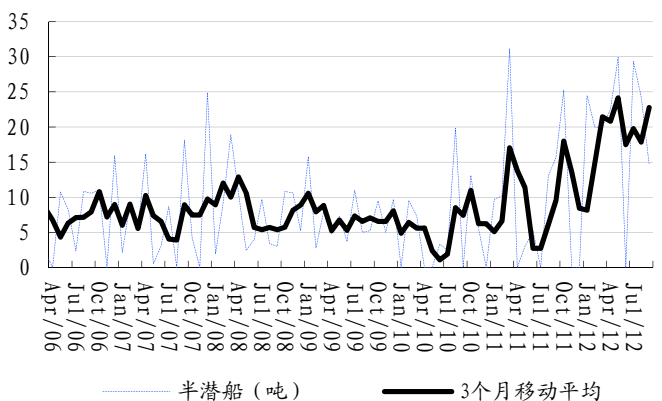


图表3: 中远航运业务量-重吊船

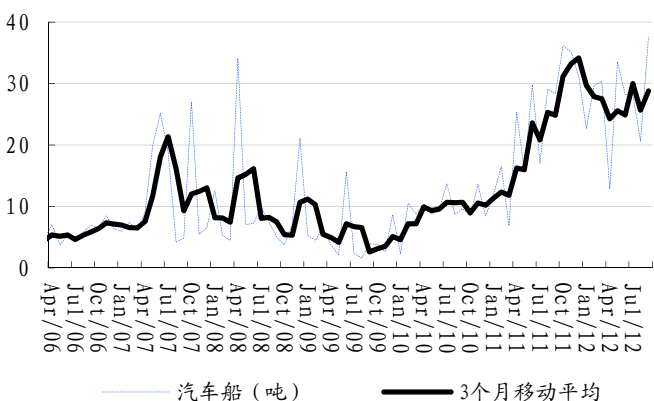


来源: 国金证券研究所, 公司月度经营数据

图表4: 中远航运业务量-半潜船

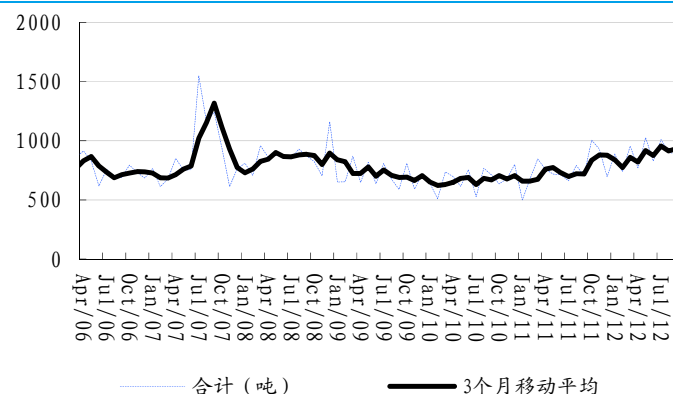


图表5: 中远航运业务量-汽车船

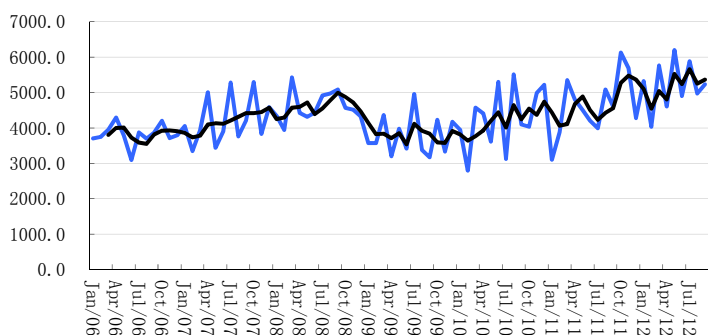


来源: 国金证券研究所, 公司月度经营数据

图表6: 中远航运业务量-所有船型

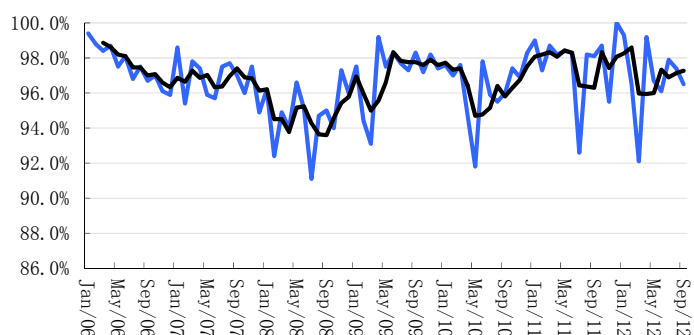


图表7: 中远航运货物周转量

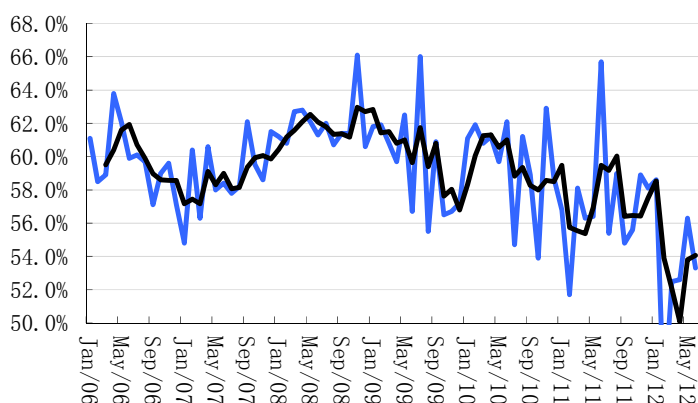


来源: 国金证券研究所, 公司月度经营数据

图表8: 中远航运船舶营运率

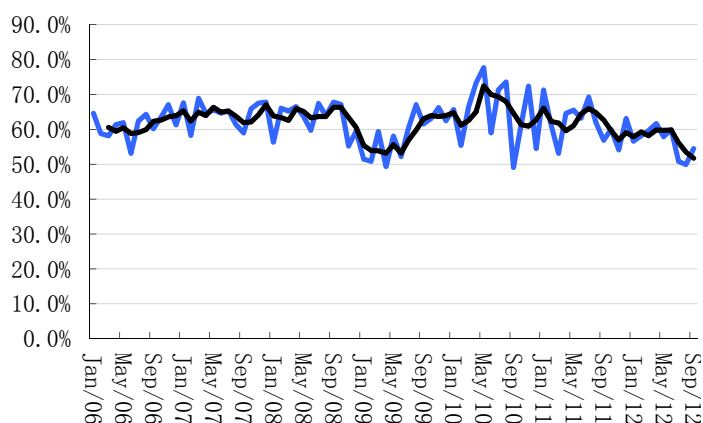


图表9: 中远航运船舶航行率

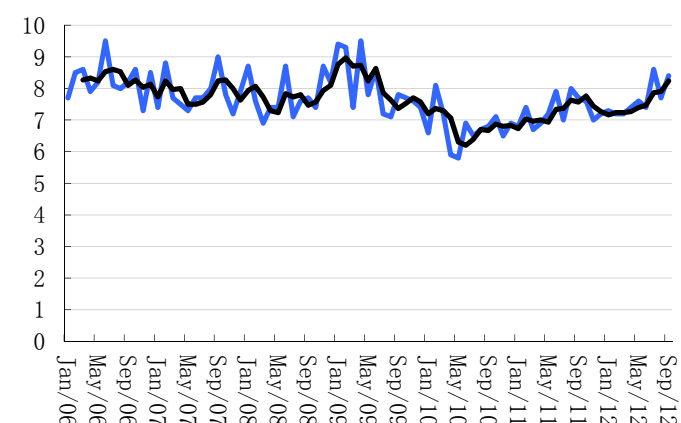


来源: 国金证券研究所, 公司月度经营数据

图表10: 中远航运船舶载重率

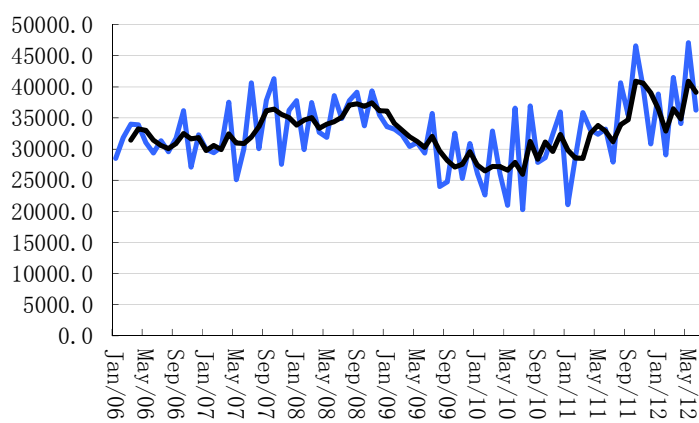


图表11: 中远航运燃料消耗 (千克/千吨海里)



来源: 国金证券研究所, 公司月度经营数据

图表12: 中远航运单月燃料消耗量 (吨)



图表13：中远航运船队一览表

船型	数量/载重吨	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E
多用途+杂货	艘数合计	70	67	69	55	49	45	52
	载重吨（万）	117.8	113.3	115.1	98.1	116.7	93.8	110.8
重吊	艘数	4	4	4	5	6	10	12
	载重吨（万）	6.8	6.8	6.8	9.6	12.5	23.8	29.4
半潜	艘数	3	3	3	2	2	4	4
	载重吨（万）	5.2	5.2	5.4	4.1	4.1	13.7	13.7
汽车	艘数	4	5	5	3	1	3	3
	载重吨（万）	2.7	3.7	3.6	2.5	1.2	4.1	4.1
滚装	艘数	3	3	3	3	3		
	载重吨（万）	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1		
木材船	艘数							13
	载重吨（万）							29.5
沥青船	艘数							11
	载重吨（万）							7.2
合计	艘数	84	82	84	68	61	62	95
	载重吨（万）	136.6	133.0	135.0	118.4	138.6	135.5	204.5

来源：国金证券研究所，公司公告、公司网站

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-20%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B