

交通运输-航运

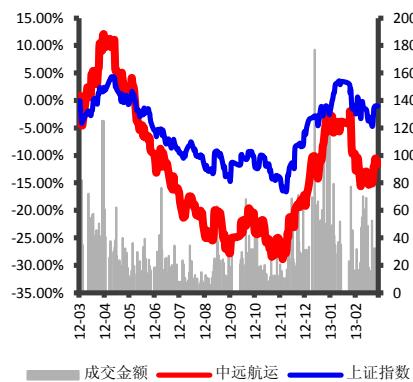
报告原因：年报点评

2012年3月26日

市场数据：2013年3月26日

收盘价（元）	4.10
一年内最高/最低（元）	5.26/3.27
市净率	1.05
市盈率	360
流通A股市值（百万元）	6880

一年来公司股价与上证综指走势对比



分析师：孟令茹

执业证书编号：S0760511010011

电话：0351-8686978

邮箱：menglingru@sxzxq.com

联系人：张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：sxzqyjfbz@i618.com.cn

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

中远航运 600428

2012年船队营业利润为负，但业绩逐步改善趋势已现

评级：增持

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	主营业务毛利率	净资产收益率	市盈率
2011A	5163.1	17.2	151.9	-55.3	0.1	5.7	2.7	45.6
2012A	6304.8	22.1	19.1	-87.4	0.0	8.0	0.3	372.7
2013E	6985.7	15.8	144.5	467.2	0.1	10.5	2.1	49.4
2014E	7579.5	10.5	312.7	122.2	0.2	14.5	4.4	22.8

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

2012年业绩大幅下降，但是从2012年3季度开始，公司业绩逐季好转趋势已现。2012年公司实现营业收入6305百万元，同比增长22.11%，实现营业利润6096万元，同比下降30.27%，实现归属于母公司所有者的净利润为1915万元，同比下降87.39%，当年每股收益为0.01元，当年不进行利润分配。尽管2012年公司业绩大幅亏损，但是随着宏观经济的触底回暖，从3季度开始公司盈利能力逐步好转，第3季度公司净利润率达到0.49%，实现归属于母公司净利润798.72万元，第4季度净利润率提升到0.58%，当季实现归属于母公司净利润1030.17万元，远远高于当年第1季度净利润率的0.10%、126.78万元的净利润及第二季度亏损40.71万元的水平。

期租水平较低、管理费用及财务费用大幅增加是影响公司利润大幅下降的重要因素。2012年公司整体期租水平小幅上涨，综合毛利率小幅提升，当期公司综合毛利率实现7.98%，较上年提升2.29个百分点，但是受弱势经济环境影响，2012年综合期租水平与2008年峰值尚存58%的差距。此外，由于管理费用占营业收入比重较2011年提升0.44个百分点至5.23%，导致当年管理费用达到329.70百万元，同比增长33.31%；对于财务费用由于新增贷款及在建船舶投入营运，导致计入损益表的财务费用增加，致使当年公司财务费用达到95.86百万元，而2011年净利息收入为61.04百万元。上述两者费用一共占到公司综合毛利润的84.62%。

半潜船、重吊船及汽车船业务量实现较大增长，但公司船队整体营业利润仍亏损2650万元。2012年公司完成货物周转量638亿吨海里，同比增长14.9%；完成运量1091万吨，同比增长21.2%。其中，多用途船完成597万吨，同比增长6.7%；杂货船完成310万吨，同比增长72.4%；重吊船完成105万吨，同比增长25.5%；半潜船完成28.5万吨，同比增长151.7%；汽车船完成34.9万吨，同比增长23.2%；滚装船完成15.6万吨，下降57.9%。

业务量大幅增长主要是由于半潜船及汽车船等运力增加所致。但是受期租水平较低影响，去年船队营业利润亏损 21132 万元，其中，多用途船、杂货船由于运价低迷影响，当年多用途船、杂货船和滚装船营业利润亏损最大，达到 21132 万元，半潜船、重吊船及汽车船受运力增加运量增长及运价企稳影响，分别实现营业利润 3449 万元、8781 万元和 6251 万元，当年毛利率为 14.2%，尤其是汽车船受运输市场好转影响，当年汽车船运价较 2011 年提升 20-30%。

以新船置换旧船，收购广州远洋特货船，公司船队结构进一步改善，抗风险能力和竞争能力进一步增强。公司围绕“打造综合竞争力最强的特种船公司，成为大型工程设备项目运输的领导者”的战略，低价造船、收购船舶及以新船置换旧船等措施使公司船队结构进一步改善。公司船舶载重吨由 2009 年 118.44 万载重吨增加到 2012 年的 155.89 万载重吨，而公司平均船龄却由 2009 年的 21.01 年下降至 2012 年 12.9 年，船队年轻化非常明显。2013 年公司将继续接收 4-8 艘 2.8 万载重吨的重吊船，同时退役 4-8 艘 6-11 万载重吨多用途旧船，加上接收的广州远洋公司的沥青船及木材船等船舶，公司船队结构整体状况进一步改善，公司抗风险能力及竞争力将进一步提升。

全球经济逐步回暖，特货船运输市场将逐步好转，给予“增持”评级。此轮经济危机至今，全球经济复苏过程并不一帆风顺，未来依然面临着欧洲债务危机、美国财政紧缩、贸易保护主义及地缘政治等多重不利因素影响。但从目前来看，经过多国共同努力，全球经济已经呈现低位回暖态势，彭博数据显示，全球 PMI 已从 2012 年第三季度的 48.8 点，提升至 2013 年 1 季度的 50.8 点，较 2012 年第四季度提升 0.7 个百分点，并且连续两个季度位于荣枯线之上。全球经济的回暖将会提振全球范围内基础设施建设需求，从而提升对特货船的运输需求。但是由于全球经济复苏仅限于低位回暖，短期内实现反转并不可行，特货船市场改善幅度也会有限，但是无论如何，特货船运输市场逐步好转的趋势不会改变。假定 2013-2014 年公司将分别退役 8 万及 2 万载重吨多用途船，新交付 14 万和 8.4 万重吊船，则 2013-2014 年公司营业收入分别达到 7300-8067 百万元，每股收益分别为 0.06 元和 0.14 元，按照 2013 年 3 月 25 日收盘价计算，则 2013-2014 年公司 PE 分别为 49 倍和 22 倍，与公司历史估值相比，处于相对低位，给予“增持”评级。
投资风险. 油价大幅上涨风险；大盘震荡风险，全球经济复苏低于预期风险。



表1. 盈利预测表 单位：百万元

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013E	2014E
一、营业总收入	4,406.78	5,163.06	6,304.78	6985.69	7579.48
营业收入	4,406.78	5,163.06	6,304.78	6985.69	7579.48
	12.95%	17.16%	22.11%	15.80%	10.50%
二、营业总成本	4,046.52	5,075.63	6,251.80	6846.85	7154.37
营业成本	3,757.18	4,869.68	5,801.88	6322.05	6632.04
综合毛利率：%	14.74%	5.68%	7.98%	10.50%	14.50%
毛利润	650	293	503	767	1170
营业税金及附加	32.15	13.41	14.99	16.77	17.43
销售费用	35.98	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	259.52	247.32	329.70	379.28	419.10
财务费用	-39.38	-61.04	95.86	118.76	75.79
资产减值损失	1.06	6.26	9.36	10.00	10.00
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00		
投资净收益	0.00	0.00	7.99	8.47	8.97
四、营业利润	360.26	87.43	60.96	147.30	434.08
加：营业外收入	61.33	131.41	8.53	64.41	24.15
减：营业外支出	3.99	0.04	0.48	0	0
其中：非流动资产处置净损失	3.99	0.04	0.48		
五、利润总额	417.60	218.80	69.02	211.71	458.24
减：所得税	81.07	51.80	30.48	52.93	114.56
六、净利润	336.53	167.00	38.54	158.79	343.68
减：少数股东损益	(3)	15.12	19.39	14.29	30.93
归属于母公司所有者的净利润	339.95	151.88	19.15	144.49	312.75
	150.89%	-55.32%	-87.39%	467.19%	122.21%
七、每股收益：					
(一) 基本每股收益(元)	0.26	0.09	0.01	0.08	0.18
(二) 稀释每股收益(元)	0.26	0.09	0.01	0.08	0.18

资料来源：wind资讯 山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

。