

# 中远航运 (600428.SH) 水上运输行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

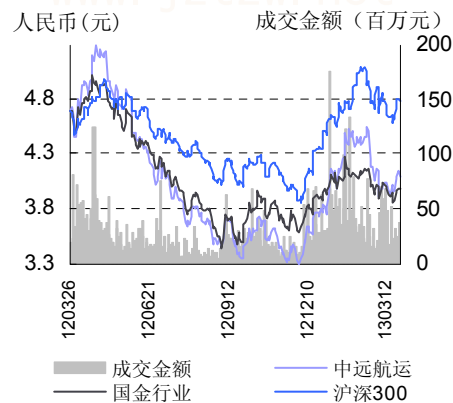
市价(人民币): 4.10元

目标(人民币): 4.40元

长期竞争力评级: 等于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,690.45
总市值(百万元)	69.31
年内股价最高最低(元)	5.28/3.30
沪深300指数	2613.10
上证指数	2326.72



## 相关报告

1. 《收购立足长远,短期压力较大》, 2012.12.7
2. 《符合预期: 三季度盈利改善》, 2012.10.16
3. 《短期改善空间有限,趋势性拐点尚需等待》, 2012.7.26

姜明

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

瞿永忠

分析师 SAC 执业编号: S1130512080006  
(8621)61038313  
quyz@gjzq.com.cn

## 多重因素干扰盈利, 重吊半潜或将发力

### 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.090	0.007	0.056	0.089	0.131
每股净资产(元)	3.90	3.89	3.98	3.60	3.73
每股经营性现金流(元)	0.03	0.37	0.41	0.44	0.56
市盈率(倍)	45.86	595.16	73.01	46.18	31.23
行业优化市盈率(倍)	23.66	95.86	98.84	98.84	98.84
净利润增长率(%)	-55.32%	-92.65%	750.45%	58.11%	47.84%
净资产收益率(%)	2.30%	0.17%	1.41%	2.47%	3.52%
总股本(百万股)	1,690.45	1,690.45	1,690.45	1,690.45	1,690.45

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 中远航运 12 年船队规模(按载重吨)同比增长 15%, 完成货运量 1.1 亿吨, 增长 21%。规模扩张带来收入端大幅增长 22.1%至 63 亿元, 但受燃油和折旧等主要成本增长以及汇兑、旧船处置收益大幅收窄等因素影响, 归属上市公司净利润 1915 万, 折 EPS 0.011 元, 同比大幅下滑 87.39%, 基本符合市场预期。

### 经营分析

- 剔除干扰因素, 实际业绩尚可: 12 年全球多用途船运力增速 3.1%, 供给压力远低于散货板块。运价上, 12 年散货 BDI 跌幅达 40%, CLARKSON 多用途船租金仅下滑 7.6%, 而公司因船队升级, 租金反较去年增长 1.3%达 10016 美金/天。尽管公司净利润同比下滑 1.33 亿, 但若剔除旧船处置、汇兑损益部分合计 1.6 亿的差异, 业绩甚至好于去年。
- 高货值船型盈利较优: 从各船型板块看, 公司重吊、半潜、汽车船盈利明显改善, 12 年上述三种船型营业利润分别达到 8780、3450 和 6250 万元, 合计同比增加 1.06 亿。而更为依赖传统杂货业务的多用途、滚装和杂货船营业利润为-2.11 亿, 同比减少 2.85 亿元。
- 第三国运输利润快速下滑: 受 12 年中东、北非地区局势动荡影响, 公司第三国运输(它国之间)营业利润为-1.04 亿元, 同比减少 638.83%。
- 业绩弹性倚重半潜、重吊, 旧船处置有望增厚 13 年业绩: 新并入公司的木材、沥青船业务盈利能力有限, 13 年公司预计将交付 4-8 艘重吊船(具体根据市场表现而定), 未来业绩表现更加倚重于高附加值的“重大件”货物和项目货, 而 13 年下半年陆续投产的油气设备项目有望进一步改善公司重吊、半潜船的盈利能力。此外, 公司计划处置 4-8 艘老旧船舶, 处置收益有望增厚公司业绩。

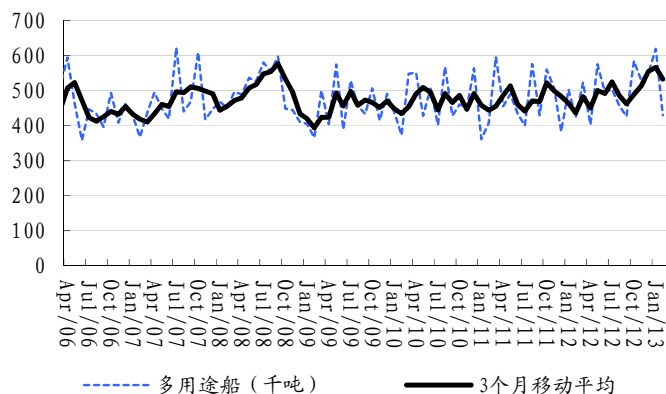
### 盈利调整

- 考虑到旧船处置带来的业绩增厚, 预计公司 2013-2015 净利润分别为 0.95、1.5、2.2 亿, 对应 EPS 分别为 0.06、0.09、0.13 元。

### 投资建议

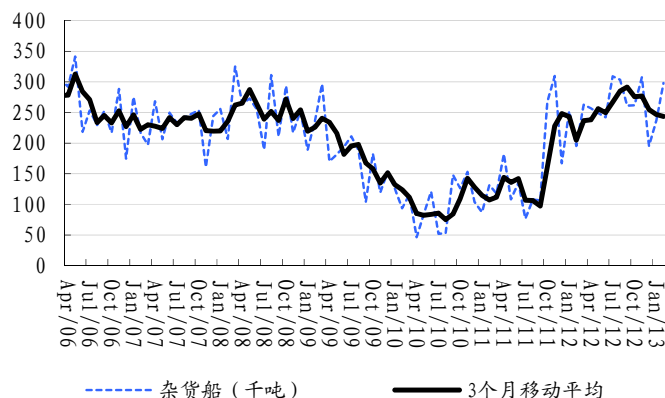
- 当前公司股价 PB 约为 1.05 倍, 从历史估值看有一定安全边际, 而 13 年半潜、重吊船高端业务有望带动公司盈利大幅改善, 业绩弹性较大, 我们维持“增持”评级, 目标价 4.4 元。

图表1: 中远航运业务量-多用途船

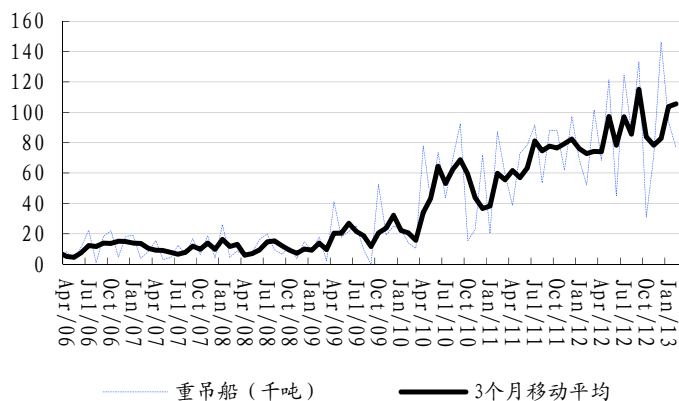


来源: 国金证券研究所, 公司月度经营数据

图表2: 中远航运业务量-杂货船

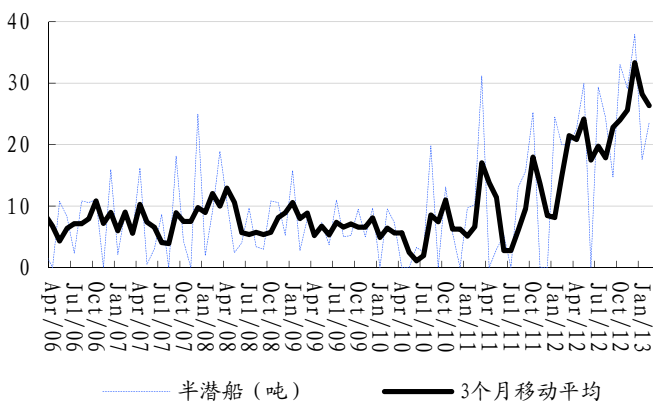


图表3: 中远航运业务量-重吊船

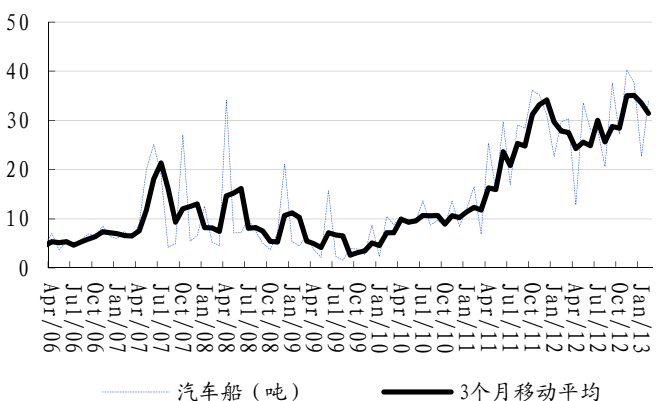


来源: 国金证券研究所, 公司月度经营数据

图表4: 中远航运业务量-半潜船

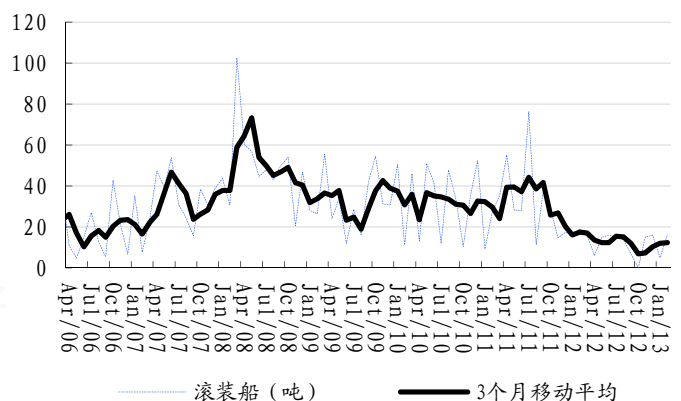


图表5: 中远航运业务量-汽车船

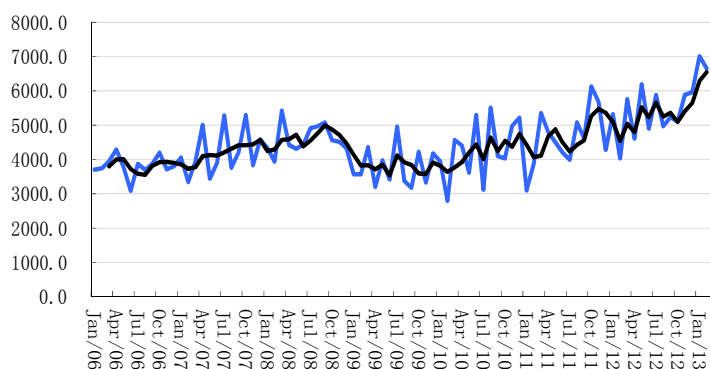


来源: 国金证券研究所, 公司月度经营数据

图表6: 中远航运业务量-所有船型

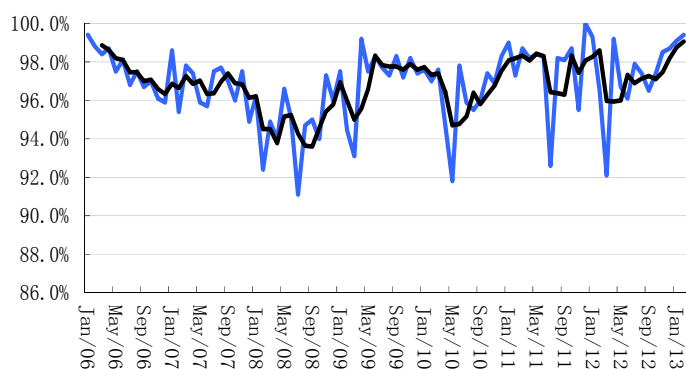


图表7: 中远航运货物周转量

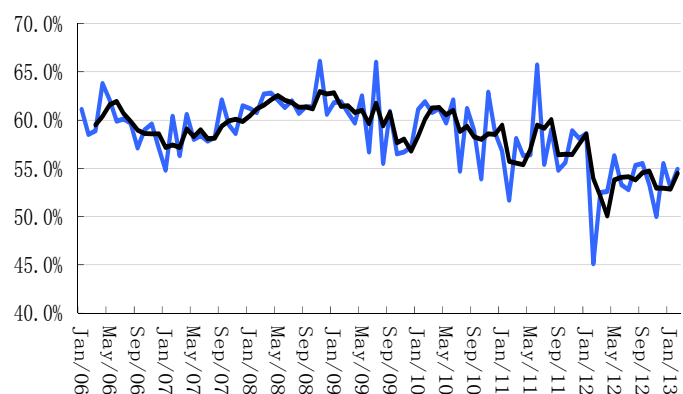


来源: 国金证券研究所, 公司月度经营数据

图表8: 中远航运船舶营运率

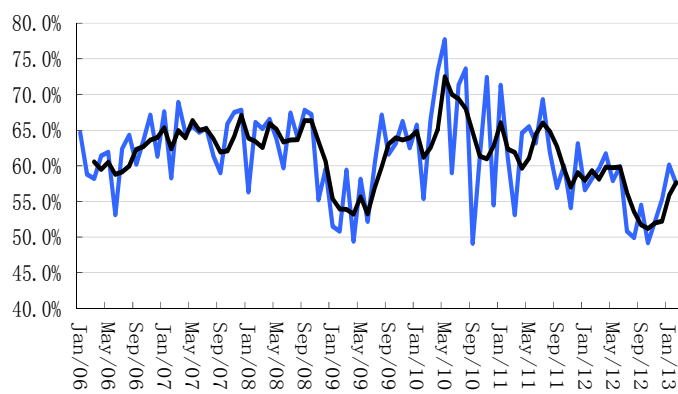


图表9: 中远航运船舶航行率



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: 三大表

损益表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	4,407	5,163	6,305	6,668	7,029	7,717
增长率		17.2%	22.1%	5.8%	5.4%	9.8%
主营业务成本	-3,757	-4,870	-5,802	-6,103	-6,427	-6,939
%销售收入	85.3%	94.3%	92.0%	91.5%	91.4%	89.9%
毛利	650	293	503	565	602	778
%销售收入	14.7%	5.7%	8.0%	8.5%	8.6%	10.1%
营业税金及附加	-32	-13	-15	-16	-21	-33
%销售收入	0.7%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%
营业费用	-36	0	0	0	0	0
%销售收入	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-260	-247	-330	-349	-285	-307
%销售收入	5.9%	4.8%	5.2%	5.2%	4.0%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	322	33	158	200	296	438
%销售收入	7.3%	0.6%	2.5%	3.0%	4.2%	5.7%
财务费用	39	61	-96	-99	-129	-147
%销售收入	-0.9%	-1.2%	1.5%	1.5%	1.8%	1.9%
资产减值损失	-1	-6	-9	-9	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	360	87	53	92	167	290
营业利润率	8.2%	1.7%	0.8%	1.4%	2.4%	3.8%
营业外收支	57	131	8	60	53	27
税前利润	418	219	61	152	220	317
利润率	9.5%	4.2%	1.0%	2.3%	3.1%	4.1%
所得税	-81	-52	-30	-38	-55	-79
所得税率	19.4%	23.7%	49.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	337	167	31	114	165	238
少数股东损益	-3	15	19	19	15	16
归属于母公司的净利润	340	152	11	95	150	222
净利率	7.7%	2.9%	0.2%	1.4%	2.1%	2.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	337	167	39	114	165	238
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	169	284	372	367	423	488
非经营收益	-18	-135	142	33	117	160
营运资金变动	110	-274	78	183	35	54
经营活动现金净流	598	43	631	697	739	940
资本开支	-1,735	-2,184	-1,422	-1,609	-2,189	-203
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	8	0	0	0
投资活动现金净流	-1,735	-2,184	-1,414	-1,609	-2,189	-203
股权募资	0	0	0	0	-801	0
债权募资	1,792	3,238	951	238	1,718	-19
其他	-73	-212	-131	-90	-170	-187
筹资活动现金净流	1,719	3,027	820	148	748	-206
现金净流量	582	885	37	-764	-702	531

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	2,877	3,765	3,814	3,050	2,348	2,879
应收款项	149	238	343	314	332	365
存货	138	228	266	260	274	296
其他流动资产	156	215	449	472	496	533
流动资产	3,320	4,446	4,872	4,096	3,449	4,073
%总资产	32.8%	33.9%	33.6%	27.3%	21.3%	24.6%
长期投资	41	57	62	62	62	62
固定资产	6,694	8,554	9,508	10,810	12,620	12,353
%总资产	66.1%	65.2%	65.5%	72.0%	77.9%	74.6%
无形资产	6	5	4	14	23	32
非流动资产	6,799	8,676	9,634	10,926	12,745	12,487
%总资产	67.2%	66.1%	66.4%	72.7%	78.7%	75.4%
资产总计	10,120	13,122	14,506	15,022	16,195	16,561
短期借款	1,325	1,444	1,432	1,670	3,389	3,369
应付款项	696	831	1,189	1,350	1,420	1,536
其他流动负债	405	355	387	406	426	458
流动负债	2,425	2,630	3,008	3,426	5,235	5,362
长期贷款	1,388	2,242	3,190	3,190	3,190	3,191
其他长期负债	1,750	1,604	1,662	1,585	1,585	1,585
负债	5,563	6,475	7,860	8,202	10,010	10,138
普通股股东权益	4,523	6,598	6,578	6,733	6,082	6,304
少数股东权益	34	49	68	88	103	119
负债股东权益合计	10,120	13,122	14,506	15,022	16,195	16,561

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.259	0.090	0.007	0.056	0.089	0.131
每股净资产	3.452	3.903	3.891	3.983	3.598	3.729
每股经营现金净流	0.456	0.025	0.374	0.412	0.437	0.556
每股股利	0.000	0.040	0.020	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	7.52%	2.30%	0.17%	1.41%	2.47%	3.52%
总资产收益率	3.36%	1.16%	0.08%	0.63%	0.93%	1.34%
投入资本收益率	2.88%	0.21%	0.61%	1.13%	1.55%	2.25%
增长率						
主营业务收入增长率	12.95%	17.16%	22.11%	5.76%	5.41%	9.79%
EBIT增长率	460.72%	-89.86%	384.56%	26.71%	47.81%	47.71%
净利润增长率	161.49%	-55.32%	-92.65%	750.45%	58.11%	47.84%
总资产增长率	38.09%	29.67%	10.55%	3.55%	7.81%	2.26%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.1	10.9	13.1	13.1	13.1	13.1
存货周转天数	12.8	13.7	15.5	15.5	15.5	15.5
应付账款周转天数	52.0	45.5	51.0	66.0	66.0	66.0
固定资产周转天数	322.6	526.6	501.1	539.6	595.5	520.3
偿债能力						
净负债/股东权益	28.79%	21.82%	36.02%	49.79%	94.04%	81.99%
EBIT利息保障倍数	-8.2	-0.5	1.7	2.0	2.3	3.0
资产负债率	54.97%	49.35%	54.19%	54.60%	61.81%	61.22%

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	1	2	2	5
增持	0	1	3	7	32
中性	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.57	1.69	1.88

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-04-12	增持	8.36	N/A
2 2011-04-19	增持	8.20	N/A
3 2011-04-26	增持	7.91	N/A
4 2011-05-05	增持	8.06	N/A
5 2012-07-26	增持	3.86	4.30 ~ 4.30
6 2012-10-16	增持	3.61	4.10 ~ 4.10
7 2012-12-07	增持	3.65	N/A

来源：国金证券研究所



### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

**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**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net