

逆市造船彰显卓越驾驭力，业绩低点后高速增长可期

——中远航运（600428）年报及配股计划点评

2010年3月17日

推荐/首次

中远航运

财报点评

周宁

交通运输行业分析师

zhouning@dxzq.net.cn

010-6650 7318

事件：

公司公布了2009年年度报告及配股计划。2009年公司实现营业收入人民币39.02亿元，比上年同期下降43.46%；实现营业利润人民币0.82亿元，比上年同期下降95.27%；实现净利润人民币1.35亿元，比上年同期下降90.64%，基本每股收益人民币0.1元。公司拟按照每10股不超过3股的比例向原有股东进行配售，募集资金将用于前期半潜船剩余造船款支付以及新建18艘多用途船及重吊船。

公司分季度财务指标

指标	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
营业收入（百万元）	1586.03	1878.76	1896.54	1539.74	999.75	1001.61	902.72	997.51
增长率（%）	21.89%	62.99%	48.53%	-3.43%	-36.97%	-46.69%	-52.40%	-35.22%
毛利率（%）	35.80%	37.03%	27.37%	21.10%	14.40%	7.05%	6.97%	10.92%
期间费用率（%）	5.22%	2.04%	4.79%	5.15%	4.92%	5.72%	6.14%	8.51%
营业利润率（%）	28.97%	34.63%	21.04%	14.72%	7.69%	0.44%	-1.21%	1.17%
净利润（百万元）	370.24	576.58	325.64	189.96	87.71	-0.81	5.54	28.71
增长率（%）	133.05%	174.29%	35.89%	-60.62%	-76.31%	-100.14%	-98.30%	-84.88%
每股盈利（季度，元）	0.545	0.869	0.250	0.148	0.068	0.004	0.005	0.026
资产负债率（%）	44.33%	39.75%	40.25%	37.52%	35.69%	41.33%	41.36%	41.73%
净资产收益率（%）	9.87%	14.19%	7.65%	4.27%	1.93%	-0.02%	0.13%	0.67%
总资产收益率（%）	5.50%	8.55%	4.57%	2.67%	1.24%	-0.01%	0.08%	0.39%

评论：

积极因素：

- **行业低迷期半潜船与重吊船实现相对较高毛利状况。**公司目前经营杂货船、多用途船、半潜船、滚装船、重吊船和汽车船，尽管09年航运行业经历了严峻的低迷期，但公司特种船型半潜船和重吊船期租水平仍达到了40479美元/天和19682美元/天，毛利率分别达到50.47%和38.21%，分别贡献营业利润1.88亿元和1.11亿元，体现了特种船较好的盈利能力和抗周期特征。
- **船舶新老交替，运力得到逐渐优化。**截至09年底，公司拥有各类船舶合计68艘，平均船龄达21.01年，09年公司共退役老旧船舶16艘，其中老旧多用途船和杂货船13艘、半潜船1艘、汽车船2艘。09年交付新船2.7万吨和2.8万吨级多用途重吊船各1艘。公司现有杂货船均较为老旧，公司计划将继续逐渐退役老旧船

舶, 同时随着公司在订的2艘5万吨级半潜船、4艘2.7万吨和8艘2.8万吨级重吊船未来两年陆续交付, 公司运力结构得到进一步优化, 船队竞争力和盈利能力有望得到进一步增强。

表 公司运力投放及运力规模表

运力 (艘)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
杂货船	20	20	11	4	0	0
多用途船	47	49	44	44	44	44
半潜船	3	3	2	3	4	4
滚装船	3	3	3	3	3	3
重吊船	4	4	5	11	16	16
汽车船	5	5	3	3	3	3
合计	82	84	68	68	70	70

*注: 该运力投放表未考虑此次配股融资计划建造的多用途重吊船, 这批重吊船预计将于2011年中开始陆续交付。

资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

消极因素:

- **需求锐减及竞争激烈致多用途等船型出现亏损。**受金融危机及全球经济衰退影响, 全球贸易需求大幅下滑, 特种杂货运输市场需求受到很大冲击, 加之市场竞争异常激烈, 多用途船和杂货船市场多条航线量价齐跌。反映多用途船租金水平的克拉克森17000吨多用途船指数在2008年年中创下历史最高位22000点之后一路快速下滑, 于2009年2月份跌至7000点, 2009年全年均值为7400点, 同比下跌了58%。作为公司主力船型的多用途船09年平均期租水平仅8412美元/天, 营业收入同比下滑了48%, 营业利润由08年的11.9亿元锐减至-1164万元, 是公司09年业绩同比大幅下滑最重要的因素。此外, 由于全球汽车消费需求锐减, 汽车船等业务量和运价均大幅下挫。

表 各船型 2009 年收益状况

	营业收入 (百万元)	同比	营业利润 (百万元)	同比	毛利率 (%)	同比增减 百分点	期租水平 (美元/天)	同比
杂货船	401.05	-62.3%	-121.73	-209.9%	-19.99	-39.02	3,871.38	-57.2%
多用途船	2,117.21	-48.4%	-11.64	-101.0%	7.25	-26.57	8,412.26	-58.1%
半潜船	378.43	4.7%	188.87	-11.5%	50.47	-9.32	40,479.62	26.7%
滚装船	397.67	-36.6%	-31.95	-196.9%	-2.38	-12.15	5,110.10	-37.2%
重吊船	306.40	39.8%	111.33	-2.6%	38.21	-18.99	19,682.31	-7.3%
汽车船	89.40	-67.5%	-11.73	-167.1%	4.89	-8.25	6,073.94	-39.5%
合计	3,690.16	-44.5%	123.15	-92.7%	10.2	-20.31	8,857.75	-44.3%

资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

业务展望:

- **计划配股融资逆周期造船强化主力船队规模。**公司拟按照每10股不超过3股的比例向原有股东进行配售, 募集资金将用于支付前期半潜船剩余造船款6.8835亿元以及新建18艘多用途船及重吊船不超过33亿元。尽管当前航运业仍经历行业周期的低迷期, 我们认为可从四方面积极看待公司此次配股融资造船计划: 第一, 公司在此轮危机前并没有大规模扩张运力, 而是在当前行业周期低点造船, 低成本造船完成运力

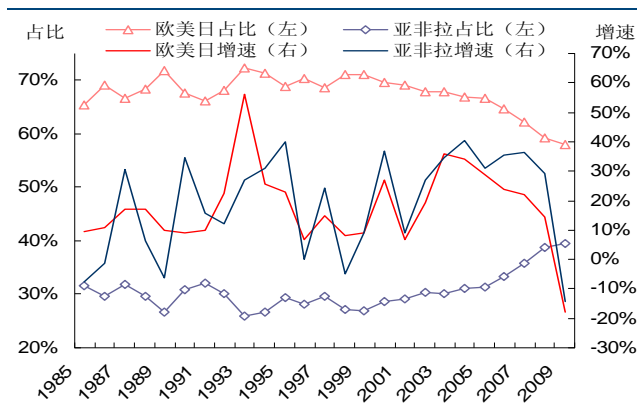
的更新承接将为公司未来业务经营奠定成本边际; 第二, 作为船队结构的主体, 公司经营的多用途船和重吊船“以固定航线为依托, 完善核心班轮航线”的经营模式, 在特种杂货运输市场具有较强的竞争力, 并在远东/红海、波湾、非洲等航线具有绝对的竞争优势, 此轮扩张船队规模彰显公司在此领域的信心; 第三, 不同于普通干散货、液体油品、集装箱等货种, 我们认为特种大型设备运输需求未来将保持较好的需求景气度。近年我国出口至亚非拉地区的机械设备快速增长, 机械及运输设备在发展中国家的经济工业化初期需求较为旺盛, 随着亚非拉地区的工业化进程的开展和不断推进, 我国机械及运输设备出口预计未来仍将保持良好增长。

表 此轮造船计划概况

	数量(艘)	运力级别(万吨)	单船年盈利预计(亿元)	内含报酬率	静态回收期(年)	动态回收期(年)
多用途船	8	2.7	1.12	10.68%	8.19	12.07
重吊船	10	2.8	1.17	10.51%	8.34	12.45

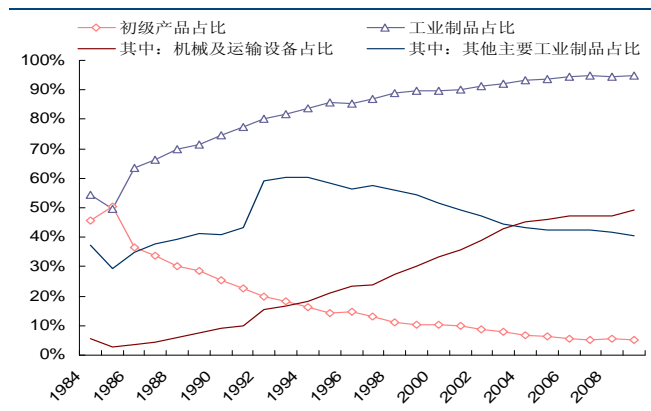
资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

图: 我国出口至亚非拉地区占比逐年提升



资料来源: 海关总署, 东兴证券研究所

图: 我国出口货物中机械设备占比不断增加



资料来源: 海关总署, 东兴证券研究所

- **预计2010年半潜船效益将有所下滑, 2011年重新向好。**09年公司半潜船业务基本是前两年签订的业务单, 保持了较高的期租水平。由于海洋油气田工程开发滞后于经济周期, 08年全球经济衰退以来, 海洋钻井平台市场开始逐渐低位徘徊, 公司半潜船最近半年签约较少, 预计2010年半潜船期租价格将以现货价水平经营为主, 盈利将较09年将会有所下滑。随着经济逐渐复苏、燃油价格上涨, 海洋油气田开发投资及业务预计恢复增长, 2011年和2012年半潜船市场需求将向好。公司目前有两艘5万吨级的半潜船在造订单, 预计将于明两年分别交付, 预计半潜船业务收入及盈利贡献2011年将大幅增长。
- **重吊船队将渐成规模, 经营优势将愈发突出。**公司目前仅有5艘重吊船, 签订的造船订单中未来两年预计将有11艘2.7万吨和2.8万吨级重吊船交付, 另外正配股建造18艘多用途船和重吊船, 预计将于2011年中陆续交付, 届时公司重吊船队将渐成规模, 成为公司业务发展的支柱, 随着需求的逐渐复苏, 我们预计公司2010年和2011年重吊船业务收入有望分别增长133%和88%。

盈利预测

由于公司配股的具体方案仍有待明确, 在不考虑公司配股新建造船的影响, 基于下表关于各船型期租水平的谨慎假设, 预计公司2010年和2011年分别实现营业收入43.09亿元和52.39亿元, 实现净利润分别为3.69亿元和8.54亿元, 每股收益分别为0.28元和0.65元, 分别同比增长180%和132%。

对于此次配股, 由于支付前期半潜船余款不新增利润 (财务费用节约暂不考虑), 而新建18艘多用途和重吊船预计将于2011年中陆续交付后开始贡献利润, 故此次配股将对2010年和2011年每股收益有所摊薄, 短期呈负面影响。但随着运力逐渐交付及贡献利润, 基于公司给定的单船年度利润贡献假设, 18条新交付船舶年度利润贡献将超过20亿元, 新增船队对公司的业绩增厚将十分明显。

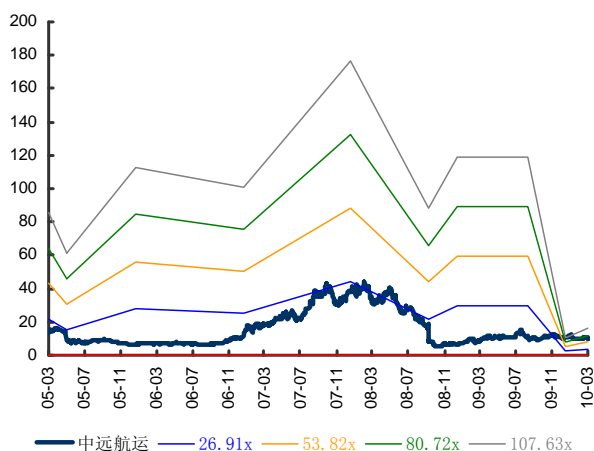
投资建议

不考虑配股影响下, 基于上述保守业绩预测, 公司当前股价对应2010年和2011年动态市盈率分别约为37倍和16倍, 2011年对应估值水平处在行业较低水平。公司在其业务经营及战略发展方面展现了卓越的驾驭能力, 尽管行业仍未完全复苏, 但中长期公司业绩快速增长的大趋势较为确定, 我们给予公司“推荐”评级, 合理股价区间13元至14.3元, 对应2011年20至22倍动态市盈率。

风险提示

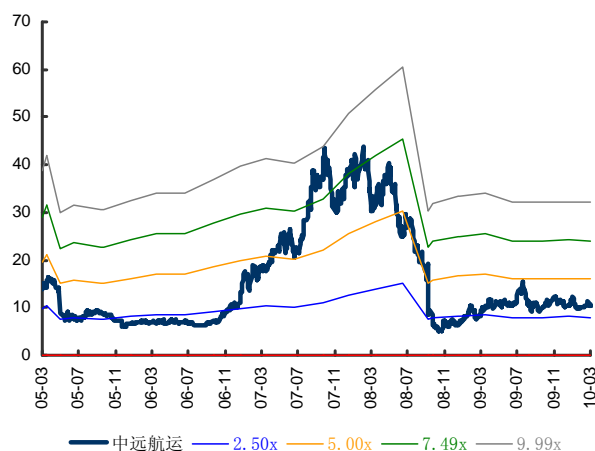
包括但不限于: (1) 重吊船及半潜船调整幅度及期限超预期; (2) 油价上涨超预期。

图: 中远航运 PE-Bands 图



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图: 中远航运 PB-Bands 图



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

表 公司各船型期租水平历史数据及未来预测

期租水平 (美元/天)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
杂货船	6,959	9,037	3,871	4,800	5,040	5,292
多用途船	12,638	20,063	8,412	11,200	12,880	13,524
半潜船	26,815	31,937	40,480	32,000	40,000	40,800
滚装船	7,999	8,133	5,110	6,000	6,300	6,615
重吊船	20,091	21,226	19,682	21,000	21,420	22,063
汽车船	7,804	10,047	6,074	6,800	7,140	7,497

资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

资产负债表

单位: 百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	2,704	2,293	1,077	1,310	2,001
应收帐款	115	78	79	101	107
预付款项	175	125	125	125	125
存货	143	125	116	128	128
流动资产合计	3,189	2,671	1,433	1,706	2,407
固定资产	2,440	2,654	4,821	6,055	6,093
非流动资产	3,935	4,657	5,911	6,358	6,252
资产总计	7,125	7,328	7,343	8,064	8,659
短期借款	137	498	197	164	0
应付帐款	552	524	460	519	512
预收款项	162	73	73	73	73
流动负债合计	1,234	1,445	1,030	1,066	875
非流动负债	1,439	1,613	1,613	1,613	1,613
负债合计	2,674	3,058	2,643	2,679	2,488
少数股东权益	85	37	40	46	53
母公司股东权益	4,366	4,233	4,660	5,339	6,118
净营运资本	1,955	1,226	402	640	1,532
投入资本 IC	3,068	3,855	5,183	5,596	5,556

现金流量表

单位: 百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	1,462	121	369	855	1,120
折旧摊销	136	144	194	271	308
净营运资金增加	1,574	-728	-824	238	892
经营活动现金流	1,727	162	470	1,181	1,432
投资活动现金流	-525	-760	-1,436	-723	-207
融资活动现金流	609	201	-250	-226	-535
现金净增(减)	1,812	-398	-1,216	232	691

价值比率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
P/E	9.72	107.90	38.62	16.65	12.71
EV/收入	1.85	3.53	3.40	2.75	2.38
EV/EBITDA	6.92	68.31	22.32	10.44	7.68
EV/EBIT	7.46	240.47	31.71	12.99	9.30
EV/NOPLAT	8.83	253.52	40.65	16.66	11.93
EV/IC	4.17	3.57	2.83	2.57	2.43
P/B	3.24	3.34	3.03	2.65	2.31
股息收益率	1.9%	0.0%	0.3%	1.2%	2.4%

资料来源: 东兴证券研究所

利润表

单位: 百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,901	3,902	4,309	5,239	5,682
营业成本	4,794	3,515	3,527	3,743	3,809
营业费用	37	52	58	70	76
管理费用	275	220	194	236	256
财务费用	-21	-25	-8	17	24
投资收益	23	5	0	0	0
营业利润	1,736	82	471	1,091	1,430
利润总额	1,731	128	474	1,096	1,436
所得税	268	7	104	241	316
净利润	1,462	121	369	855	1,120
母公司净利润	1,448	136	366	849	1,113
NOPLAT	1,449	54	361	864	1,134

主要财务比率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
毛利率	30.5%	9.9%	18.1%	28.5%	33.0%
营业利润率	25.2%	2.1%	10.9%	20.8%	25.2%
净利率	21.0%	3.5%	8.5%	16.2%	19.6%
净资产收益率	33.2%	3.2%	7.9%	15.9%	18.2%

偿债能力

流动比率	2.6	1.8	1.4	1.6	2.8
速动比率	2.5	1.8	1.3	1.5	2.6
资产负债率	37.5%	41.7%	36.0%	33.2%	28.7%

成长能力

营业收入增速	29.6%	-43.5%	10.5%	21.6%	8.5%
营业利润增速	27.9%	-95.3%	473.4%	131.8%	31.0%
净利润增速	34.9%	-90.6%	170.2%	132.0%	31.0%
净资产增速	30.8%	-3.0%	10.1%	14.6%	14.6%

营运能力

应收帐款周转	46.3	40.3	54.7	58.2	54.7
存货周转率	34.5	26.2	29.3	30.7	29.8
总资产周转率	1.1	0.5	0.6	0.7	0.7

每股指标

基本 EPS	1.11	0.10	0.28	0.65	0.85
每股红利	0.20	0.00	0.03	0.13	0.25
每股经营现金流	1.32	0.12	0.36	0.90	1.09
每股净资产	3.33	3.23	3.56	4.07	4.67

分析师简介

周 宁

管理学硕士, 已通过 CFA (特许金融分析师) 考试, 2008 年 7 月加盟东兴证券研究所, 从事交通运输行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 研究报告中所引用信息均来自公开资料, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考, 不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。