

## 交通运输—航运

报告原因：年报公布

2010年3月16日

市场数据：2010年03月16日

收盘价（元）	10.30
一年内最高/最低（元）	15.78/7.98
市净率	3.19
市盈率	99.6
流通A股市值（百万元）	13497

基础数据：2009年12月30日

每股净资产（元）	3.23
资产负债率%	41.73
总股本/流通A股（百万）	1310/1310
流通B股/H股（百万）	-/-

### 相关研究

分析师：曹玲燕

执笔人：孟令茹

e-mail:menglingru@sxzq.com

### 联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfbz@i618.com.cn

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

## 中远航运（600428）

增持

最差时期业已过去，量价回暖凸现长期投资价值

维持评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	主营收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	主营利润率	净资产收益率	市盈率
2008A	6901.06	29.59	1448.22	34.86	1.11	25.15	33.17	9.28
2009A	3901.59	-43.46	135.50	-90.64	0.10	2.10	2.84	103.00
2010E	4705.00	20.59	271.79	100.58	0.20	7.80	6.06	51.35
2011E	6400.50	36.04	845.35	211.04	0.62	17.86	15.86	16.51

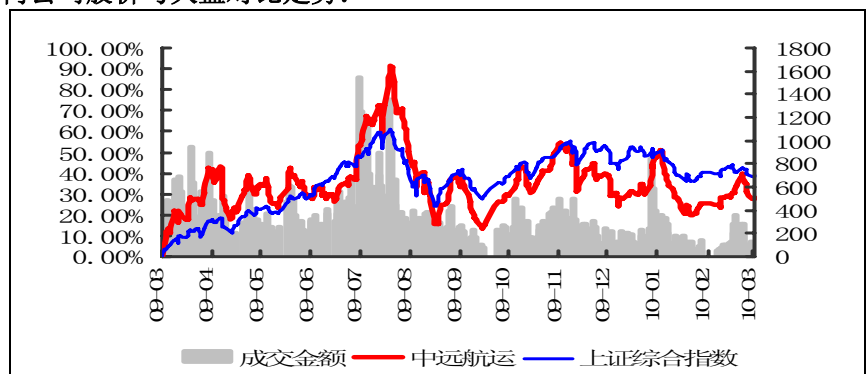
注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

### 09年业绩回顾：量价齐跌，公司业绩大幅下滑。

- 09年实现营业收入39.01亿元，同比下降43.46%，实现净利润1.35亿元，同比下降90.64%，基本每股收益0.1元，同比下降90.99%。基于目前现有低成本造船市场，加快公司船队发展考虑，报告期内公司计划不进行现金利润分配。
- 09年公司各船型运输量价齐跌导致公司09年毛利率大幅下降。09年公司共完成货运量8452.27万吨，同比下降15.33%；09年平均期租水平8857.75美元/天，同比下降44.29%；09年公司各船型毛利率10.20%，较08年同比下降30.58个百分点。
- 09年各船型对公司营业利润贡献度发生重大变化。08年公司多用途船及半潜船是贡献公司营业利润的主要船型，分别占公司船队营业利润总额的70.88%和12.71%，其他船型利润贡献度较低；受金融危机影响，公司多用途船业务受到大程度冲击，盈利能力大幅下降，客观成就了半潜船和重吊船对公司营业利润贡献度大幅上升，两船型分别占公司船队营业利润总额的153.37%和90.40%，而向来贡献公司大部分营业利润的多用途船对公司09年营业利润的贡献度为负，占公司船队营业利润总额-9.64%。

### 一年内公司股价与大盘对比走势：





## 长期看点存在，凸现投资价值

- **加快老旧船舶退役，推动低成本造船发展利于增强公司成本控制能力。**公司在弱势市场中审时度势，优化船队结构，发展船队规模。09 年公司共退役老旧杂货船和多用途船 13 艘，退役半潜船 1 艘，退役旧汽车船 2 艘，由于杂货船较低的盈利能力，（目前公司拥有杂货船 11 条左右），未来两三年也将逐步退出市场。通过运力结构调整，2009 年公司所有船舶平均船龄下降到 21.01 年，同时公司多用途船和杂货船单船装载能力提高到 1.93 万吨/艘。另外，公司正在充分利用低成本造船的难得机遇，加快船队发展考虑（目前正在设施配股和发行中期票据融资），在优化公司船队结构的同时，也利于降低公司未来的运营成本，增强船队盈利能力。
- **多用途船运输市场成长空间看好，公司未来长期受益。**首先目前中国设备出口处于高速成长阶段，而未来非洲、拉美等地区发展中国家也将逐步步入基础设施高速增长阶段，大大增加设备运输需求，为多用途船运输带来长期的发展空间。在多用途船运力供给上，尽管目前多用途船舶订单占该船型运力较高，30%，但是该船型老龄化趋势相对严重，25 年船龄以上运力占总运力的 25% 以上，考虑到多用途船运费相对低迷，老龄船拆解和新船订单延迟交付将会继续发生，未来该船型运力大幅增长空间不大。作为公司主打船型的多用途船，未来成长前景非常辽阔。
- **毛利率较高的半潜船和重吊船未来盈利空间依然较高。**尽管 09 年受金融危机影响，原油价格大幅下滑，同时一些海洋石油工程也被推迟，前些年较高的毛利率水平也吸引了新的竞争者的进入该市场，半潜船和重吊船毛利率有所下降，但是由于经济发展对能源的需求在持续增长，海洋石油的大规模开发将成为必然，为此该类船型依然有着广阔的成长空间。另外，原油需求的逐步复苏及原油油价的逐步上涨也会带动海上原油开发的增长进而增加半潜船的需求，日前国际能源机构公布月报显示，2010 年全球原油需求量将明显增加，其中，亚洲经济体的原油需求强劲增长，这不仅抵消了发达国家萎缩的原油需求，甚至还提高了全球需求总量。
- **运量及运价已现回暖迹象，是公司业绩逐步回升的保证。**2010 年 1—2 月，公司总运量完成 1135 万吨，尽管同比下降 11.70%，但是较 09 年单月运量同比下降 32.70% 的业绩已有了很大程度的改善，公司业绩最差时期已经过去；多用途船运价从 09 年下半年开始已现回暖趋势，09 年 10 月 17K 多用途船等价期租 7500 美元/天，到 2010 年 1 月已经上涨到 8000 美元/天，3 月上涨率达到 7%。
- **维持公司“增持”评级。**基于多用途船运输市场已现回暖迹象，公司业绩最

差时期已经过去，同时考虑公司在特种船经营上的强大优势，抓住低价造船重大机遇，改善公司船队结构，维持公司“增持”评级，预计 2010 年公司每股收益达 0.20 元，2011 年达到 0.62 元/股。

**投资风险：**经济恢复力度低于预期；多用途船拆解及订单推迟交付力度低于预期。

表 1. 盈利预测表

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
一、营业总收入(万元)	385075.55	532519.48	690106.08	390158.91	470500.00	640050.00
营业收入(万元)	385075.55	532519.48	690106.08	390158.91	470500.00	640050.00
同比增长:	2.92%	38.29%	29.59%	-43.46%	20.59%	36.04%
二、营业总成本(万元)	306705.40	398004.07	518795.56	382497.40	434618.92	526586.47
营业成本(万元)	277073.90	362150.50	479357.70	351520.36	399925.00	480037.50
毛利率	28.05%	31.99%	30.54%	9.90%	15.00%	25.00%
营业税金及附加(万元)	6189.61	7981.91	10707.53	5726.63	7186.10	9775.69
销售费用(万元)	1554.73	2403.85	3734.82	5212.71	3213.99	4372.18
管理费用(万元)	18577.18	20211.15	27495.65	21957.77	20693.84	28151.10
财务费用(万元)	3365.10	4541.02	-2113.84	-2486.33	3600.00	4250.00
资产减值损失(万元)	-55.12	715.63	-386.29	566.26	0.00	0.00
三、其他经营收益(万元)						
投资净收益(万元)	13.67	1162.93	2263.21	549.18	823.77	823.77
四、营业利润(万元)	78383.82	135678.34	173573.73	8210.69	36704.85	114287.30
营业利润率	20.36%	25.48%	25.15%	2.10%	7.80%	17.86%
加：营业外收入(万元)	5858.02	11488.38	7.00	5751.06	0.00	0.00
减：营业外支出(万元)	52.78	201.72	500.00	1188.44		
五、利润总额(万元)	84189.06	146965.01	173080.73	12773.31	36704.85	114287.30
利润率	21.86%	27.60%	25.08%	3.27%	7.80%	17.86%
减：所得税(万元)	24912.15	37852.47	26839.98	657.17	9176.21	28571.82
六、净利润(万元)	59276.90	109112.54	146240.75	12116.14	27528.63	85715.47
减：少数股东损益(万元)	1005.47	1724.26	1418.28	-1433.87	350.00	1180.00
归属于母公司所有者的净利润(万元)	58271.43	107388.28	144822.47	13550.01	27178.63	84535.47
七、每股收益:						
(一) 基本每股收益(元)	0.89	1.64	1.11	0.10	0.20	0.62
(二) 稀释每股收益(元)	0.89	1.64	1.11	0.10	0.20	0.62

资料来源：公司资料 山西证券研究所



图 1. 08 年各船队营业利润占船队营业利润总额比例

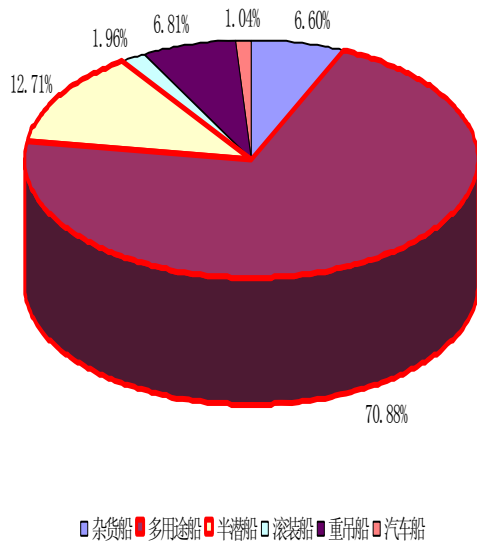
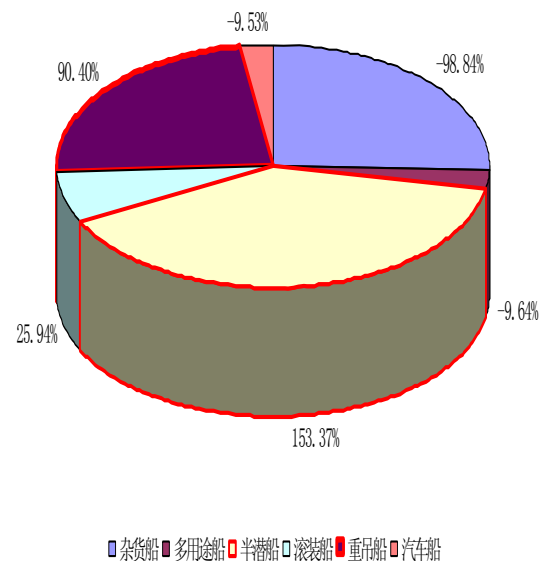


图 2. 09 年各船队营业利润占船队营业利润总额比例



资料来源：公司资料 山西证券研究所

资料来源：公司资料 山西证券研究所

表 2. 中远航运业务表

	多用途船		重吊船		半潜船		汽车船		滚装船		公司全部船型	
	运量	同比	运量	同比	运量	同比	运量	同比	运量	同比	总运量	同比
09/1	405.00	-14.00%	189.00	-26%	8.93	-65.80%	15.80	719%	5.34	-57.50%	652.09	-19.40%
09/2	366.00	-19.00%	236.00	14%	18.01	286.40%	2.79	-69.70%	4.48	-15.60%	653.79	-7.70%
09/3	500.58	0.70%	296.49	-8.80%	2.25	-74.80%	8.00	-57.70%	6.65	48.30%	869.39	-9.20%
09/4	404.72	-17.20%	170.17	-35.50%	41.12	799%	4.90	-53.80%	3.74	-89%	648.87	-24.80%
09/5	574.66	7.10%	181.56	-33.50%	17.80	133.30%	7.28	201.20%	2.14	-69.80%	817.18	-7.50%
09/6	389.77	-26.10%	193.71	-24.10%	21.75	33.30%	3.72	-7.90%	15.67	116.70%	636.73	-25.50%
09/7	528.73	-8.90%	211.07	11.60%	25.35	26.00%	10.98	13.20%	2.36	-76.30%	807.12	-5.80%
09/8	456.87	-17.50%	188.58	-39.40%	9.66	0.90%	5.00	46.60%	1.61	-78.60%	677.79	-27.00%
09/9	433.24	-27.50%	103.52	-50.90%	0.00	-100.00%	5.23	74.50%	3.92	-22.20%	588.01	-32.70%
09/10	506.84	13.00%	182.61	-37.70%	52.58	355.10%	9.50	-12.40%	3.87	3.10%	809.98	-1.40%
09/11	414.74	-6.80%	119.30	-45.00%	19.20	420.60%	5.00	-52.80%	2.68	-62.40%	592.20	-15.90%
09/12	490.33	19.50%	152.83	-39.50%	25.10	66.80%	9.70	84.10%	8.72	-58.60%	717.47	-4.50%
10/1	439.85	8.60%	125.86	-33.40%	22.85	155.80%	0.00		2.32	-56.50%	641.30	-1.70%
10/2	373.07	2.00%	93.44	-60.40%	13.85	-23.10%	9.56		243.00%	352.97%	134.60%	-20.20%

资料来源：公司资料 山西证券研究所

表 3. 公司多用途船运价

单位：美元/日

T/C Rate	2004	2005	2006	2007	2008	2009	10 月	11 月	12 月	1 月	3 月变化	6 月变化
17K MPP	11,321	14,983	12,083	14,792	17,792	7,396	7,500	7,750	7,750	8,000	7%	7%

资料来源：克拉克森 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:

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。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方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。