

# 中远航运 (600428.SH) 水上运输行业

评级：买入 首次评级

公司研究

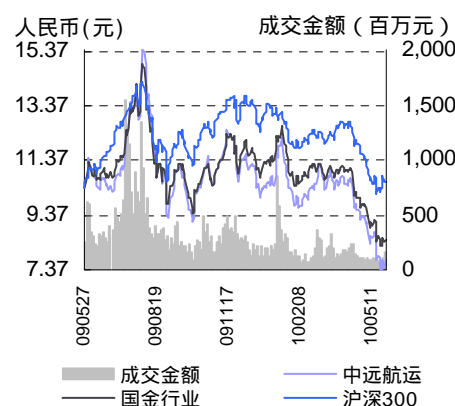
市价(人民币)：7.85 元

目标(人民币)：11.52 元

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,310.42
总市值(百万元)	10,286.83
年内股价最高最低(元)	15.41/7.37
沪深 300 指数	2859.98
上证指数	2655.92



## 业绩进入爆发式增长期

### 公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	1.105	0.103	0.292	0.599	0.834
每股净资产(元)	3.33	3.23	3.54	3.96	4.46
每股经营性现金流(元)	1.32	0.12	0.20	0.82	1.08
市盈率(倍)	5.79	102.03	26.35	12.85	9.23
行业优化市盈率(倍)	8.85	15.31	15.31	15.31	15.31
净利润增长率(%)	34.86%	-90.64%	182.64%	105.04%	39.20%
净资产收益率(%)	33.17%	3.20%	8.26%	15.14%	18.71%
总股本(百万股)	1,310.40	1,310.42	1,310.42	1,310.42	1,310.42

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- 中远航运主要承运机械、钢材的出口和小宗散货的进口，主要目标市场为东南亚、非洲和南美等经济高速发展的国家。公司 2008 年进口运输收入和利润占比分别为 17.5%和 9%，受国内经济影响较少，基本不会受到国内对房地产调控所产生直接或间接的影响；
- 业绩增长驱动因素之一 - 多用途船运价触底回升：公司未来多用途运力发展平稳，其收入水平与 BSI 相关性较强。我们预计公司多用途船的运量和运价将在未来两年持续好转。多用途船的收入占公司收入比例超过 60%，其毛利率的好转将对公司盈利产生巨大正面的影响；
- 业绩增长驱动因素之二 - 半潜船向高端发展：2010 年底至 2011 年公司将有两艘 48000 载重吨的半潜船交付，新型半潜船的运载能力是原有半潜船的两倍以上，适货性大幅提升，有望承运附加值更高货物；
- 业绩增长驱动因素之三 - 重吊船运力高速增长：到 2013 年公司重吊船运力（按载重吨算）将比 2009 年增加 438%，带动运量大幅增长。虽然我们预计重吊船的毛利率水平难回到公司以往的平均水平，但即使如此，在运力扩张的带动下，我们预计重吊船队利润将在明年超过 2009 年的历史最高水平；

### 估值和投资建议

- 我们预测公司 10-12 年净利润分别为 3.8、7.8 和 11 亿元，同比增速为 183%、105%和 39%；EPS 分别为 0.292、0.599 和 0.834 元；
- 考虑未来公司重吊船运力的高速发展以及多用途船盈利将逐步提升，未来三年 EPS 复合增长率为 100%，目前正处于公司业绩爆发式增加的初始阶段；
- 我们认为给予公司 10 年 40 倍 PE 较为合适，6-12 个月目标价 11.68 元，相对于 2011 年 PE 为 20.3 倍。目前股价为 7.85 元，距离我们目标价位有 49%的上涨空间，首次给予“买入”评级。

李光华 联系人  
(8621)61038319  
ligh@gjzq.com.cn

李莉芳 分析师 SAC 执业编号：S1130206080206

## 内容目录

股票估值和定价.....	4
关键假设：.....	4
盈利预测及定价：.....	4
风险提示 .....	5
公司背景 .....	7
多用途和重吊船队高速扩张带动业绩增长 .....	8
多用途运力增量有限，重吊船运力大幅增加 .....	8
海外工程建设需求高速增长拉动多用途船（重吊船）需求 .....	10
需求支撑下运价恢复可期 .....	12
公司未来 4 年重吊船队运力增长 4 倍 .....	13
半潜船市场竞争加剧，但垄断地位难以打破 .....	16
原油需求恢复，价格恢复至 2007 年水平 .....	16
海上钻井平台的需求在油价的带动下开始恢复性增长 .....	16
行业特性注定寡头垄断格局，公司市场地位继续上升 .....	19
战略布局中国汽车出口市场 .....	22
附录：三张报表预测摘要 .....	25

## 图表目录

图表 1：公司 PB 已经接近历史底部（1.92 倍），具有一定的安全边际.....	4
图表 2：A 股可比航运公司估值比较.....	5
图表 3：公司各船型盈利预测（2010E-2012E） .....	6
图表 4：公司收入结构 .....	7
图表 5：公司主要毛利来源.....	7
图表 6：公司船队列表 .....	7
图表 7：多用途船的运力供给正在减少 .....	8
图表 8：船舶老化和需求萎缩导致高拆解量.....	8
图表 9：船龄在 25 年以上的多用途船多于目前在手订单数量 .....	8
图表 10：全球范围内主要重吊船公司船队及订单 .....	9
图表 11：各国家/地区 2010-2011 年 GDP 增速预测 .....	10
图表 12：中国对外承包工程业务完成营业额保持高速增长 .....	10
图表 13：完成营业额地区分布 .....	11
图表 14：新签合同额行业分布 .....	11
图表 15：公司出口运输的主要货物 .....	11
图表 16：公司进口运输的主要货物 .....	11
图表 17：公司主要经营的航线 .....	11

图表 18：机械及设备出口已恢复至 08 年水平 .....	12
图表 19：预计钢材出口量将持续恢复 .....	12
图表 20：公司多用途船运量将触底回升 .....	12
图表 21：运力增加，重吊船运量明显增加 .....	12
图表 22：灵便船型的运价指数大幅好于 2009 年平均水平 .....	13
图表 23：各船型运力增速比较 .....	13
图表 24：预计至 2013 年公司将增加 14 艘多用途船 .....	14
图表 25：预计到 2013 年公司重吊船运力将增长近 4 倍 .....	14
图表 26：未来 4 年多用途和重吊船业务收入测算 .....	15
图表 27：OPEC 原油产量创 14 个月新高 .....	16
图表 28：IEA 多次上调原油需求预测 .....	16
图表 29：2010 年原油均价已经略高于 2007 年的水平 .....	16
图表 30：自升式钻井平台今年量价齐跌 .....	17
图表 31：浮动式钻井平台需求稳定价格上涨 .....	17
图表 32：自升式钻井平台 .....	17
图表 33：浮式钻井平台 .....	17
图表 34：钻井平台的投放数量 vs. 原油价格 .....	17
图表 35：在油价回升的带动下钻井平台投放数量触底回升 .....	18
图表 36：深海石油/天然气勘探和开采的投资在 2011 年将恢复至 08 年水平 .....	18
图表 37：自升式钻井平台投放较多，但仅 15% 被订租 .....	19
图表 38：59% 的新投放浮式钻井平台已有租约绑定 .....	19
图表 39：钻井平台运输需求将在 2011 年恢复增长 .....	19
图表 40：全球半潜船运力比较（艘） .....	20
图表 41：半潜船历史运力统计 .....	21
图表 42：Open Stern 型的半潜船 .....	21
图表 43：油轮改造的半潜船 .....	21
图表 44：Open Stern 型的半潜船能更好的执行安装任务 .....	21
图表 45：全球半潜船队列表（黑框内为公司主要竞争对手/船舶） .....	22
图表 46：日本汽车出口量 .....	23
图表 47：韩国汽车出口量 .....	23
图表 48：中国汽车出口地区较为分散，不利于汽车船运输（2009 年） .....	23
图表 49：中国汽车出口高速增长但基数较低 .....	24
图表 50：汽车出口量的简单预测 .....	24
图表 51：附录：船型说明 .....	24

## 股票估值和定价

### 关键假设：

- 全球经济恢复增长，尤其是发展中国家维持高速发展态势；
- 多用途船市场在 2010 年开始复苏。公司回程运价与 BSI 相关性较大，去程运价受钢材和机械出口复苏的带动，预计 2010-2012 年毛利率为 18%，25%和 28%。多用途船将会是公司未来主要的利润来源，其毛利占比将从 2009 年的 41%上升至 68%；
- 重吊船和半潜船受到经济危机的影响较为滞后，我们预计今年的重吊船和半潜船的毛利率将下滑至 15%和 40%，利润将出现同比负增长；
- 预计杂货船将在 2012 年前全部退出市场；
- 盈利预测中未包含木材和沥青船明年注入上市公司对业绩的贡献，若明年注入，预计对 EPS 的贡献约为 0.1 元/股；

### 盈利预测及定价：

- 我们预测公司 10-12 年净利润分别为 3.8、7.8 和 11 亿元，同比增速为 183%、105%和 39%；EPS 分别为 0.292、0.599 和 0.834 元。
- 考虑未来公司重吊船运力的高速发展以及多用途船盈利将逐步提升，未来三年 EPS 复合增长率为 100%，目前正处于公司业绩爆发式增加的初始阶段；
- 我们认为给予公司 10 年 40 倍 PE 较为合适，6-12 个月目标价 11.68 元，相对于 2011 年 PE 为 20.3 倍，相对于 2010/2011 年 PB 分别为 3.25 和 2.9 倍。目前股价为 7.85 元，距离我们目标价位有 49%的上涨空间，首次给予“买入”评级。

图表1：公司 PB 已经接近历史底部（1.92 倍），具有一定的安全边际



来源：国金证券研究所，WIND

**图表2：A 股可比航运公司估值比较**

	市值（10亿元）	EPS			PE			PB		
		2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
中国远洋*	102	-0.74	0.30	0.45	NA	35.0	22.8	2.47	2.23	2.09
中海发展*	31	0.31	0.61	0.74	30.8	15.8	13.1	1.53	1.44	1.32
招商轮船*	16	0.10	0.28	0.30	46.5	16.5	15.3	1.69	1.51	1.40
长航油运*	9	0.00	0.31	0.40	NA	18.1	14.2	2.10	1.75	1.55
中海集运	43	-0.56	0.10	0.35	NA	38.2	10.9	2.91	2.42	2.15
平均	40	-0.18	0.32	0.45	38.7	24.7	15.3	2.14	1.87	1.70
中远航运	10	0.10	0.29	0.60	78.5	26.9	13.1	2.43	2.22	1.98

来源：国金证券研究所，WIND，\*为市场一致预期

## 风险提示

- 公司景气周期受全球经济影响，经济复苏进程受阻将影响公司业绩：
  - ◆ 公司所经营市场的经济受大宗商品价格影响较大（出售资源获取资金发展国内经济），因此若全球经济问题再现导致资源品价格大幅下跌，将影响公司多用途船、重吊船和半潜船的业务；
  - ◆ 虽然我们认为全球经济增速被大幅下调的可能性很小，但是欧洲债务危机的阴影可能在短期内影响航运股的走势，同时也提供了绝佳的买入时机；
- 公司 2009 年下半年开始自主经营的重吊船毛利率水平低于我们预期：
  - ◆ 2009 年以前，公司的重吊船队是由 Big Lift 托管运营，在 2009 年下半年开始独立运营，因此尚无证据能说明公司的运营效率能达到如 Big Lift 相当的水平，导致未来毛利率水平不如以前。虽然我们对未来重吊船的毛利率水平已经相对保守，但仍不能排除未来重吊船毛利率低于我们所预计的水平的可能性；

**图表3：公司各船型盈利预测（2010E-2012E）**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>多用途船</b>								
运力（艘）	46	44	44	44	44	46	48	52
运输量（千吨）	5654	5389	5603	6006	5471	5913	6505	7025
增长率（YOY）	28%	-5%	4%	7%	-9%	8%	10%	8%
销售收入（百万元）	2279	2317	3172	4100	2117	2792	3378	4013
增长率（YOY）	79%	2%	37%	29%	-48%	32%	21%	19%
毛利率	33%	26%	32%	34%	7%	18%	25%	28%
毛利（百万元）	760	608	1003	1386	153	504	844	1124
增长率（YOY）	63%	-20%	65%	38%	-89%	229%	67%	33%
占主营业务利润比重	61%	57%	60%	68%	41%	68%	63%	58%
<b>重吊船</b>								
运力（艘）	4	4	4	4	5	9	13	17
运输量（千吨）	180	133	120	135	242	387	619	805
增长率（YOY）	-1%	-26%	-10%	12%	79%	60%	60%	30%
销售收入（百万元）	180	229	257	219	306	578	1,018	1,522
增长率（YOY）	34%	27%	12%	-15%	40%	89%	76%	50%
毛利率	47%	52%	61%	57%	38%	18%	25%	35%
毛利（百万元）	85	120	157	125	117	104	255	533
增长率（YOY）	137%	40%	32%	-20%	-7%	-11%	144%	109%
占主营业务利润比重	7%	11%	9%	6%	31%	14%	19%	28%
<b>半潜船</b>								
运力（艘）	3	3	3	3	2	3	4	5
运输量（千吨）	58	95	92	90	88	97	126	138
增长率（YOY）	-24%	63%	-3%	-3%	-2%	10%	30%	10%
销售收入（百万元）	274	317	345	361	378	333	476	576
增长率（YOY）	51%	16%	9%	5%	5%	-12%	43%	21%
毛利率	50%	64%	53%	60%	50%	30%	33%	35%
毛利（百万元）	138	204	184	216	191	100	150	202
增长率（YOY）	150%	47%	-10%	17%	-12%	-48%	50%	35%
占主营业务利润比重	11%	19%	11%	11%	51%	13%	11%	10%
<b>滚装船</b>								
运力（艘）	3	3	3	3	3	3	3	3
运输量（千吨）	188	218	386	601	383	422	527	527
增长率（YOY）	4%	15%	77%	56%	-36%	10%	25%	0%
销售收入（百万元）	57	112	161	627	398	337	580	580
增长率（YOY）	-16%	99%	44%	289%	-37%	-15%	72%	0%
毛利率	21%	25%	24%	10%	-2%	8%	10%	10%
毛利（百万元）	12	28	38	61	-9	27	58	58
增长率（YOY）	30%	138%	37%	60%	-115%	-386%	115%	0%
占主营业务利润比重	1%	3%	2%	3%	-3%	4%	4%	3%
<b>汽车船</b>								
运力（艘）	4	5	5	5	3	3	3	3
运输量（千吨）	55	69	141	125	61	80	87	87
增长率（YOY）	111%	24%	106%	-11%	-51%	30%	10%	0%
销售收入（百万元）	107	193	458	275	89	143	157	157
增长率（YOY）	154%	80%	137%	-40%	-67%	60%	10%	0%
毛利率	25%	19%	13%	13%	5%	0%	10%	12%
毛利（百万元）	26	38	60	36	4	0	16	19
增长率（YOY）	395%	43%	61%	-40%	-88%	-100%	NA	20%
占主营业务利润比重	2%	4%	4%	2%	1%	0%	1%	1%
<b>杂货船</b>								
运力（艘）	30	23	20	20	11	8	5	0
运输量（千吨）	3584	3100	2795	3053	2225	1040	660	0
增长率（YOY）	93%	-14%	-10%	9%	-27%	-53%	-37%	0
销售收入（百万元）	845	679	845	1063	401	197	131	0
增长率（YOY）	156%	-20%	24%	26%	-62%	-51%	-33%	0
毛利率	26%	10%	28%	19%	-20%	5%	10%	0
毛利（百万元）	223	66	236	202	-80	10	13	0
增长率（YOY）	105%	-70%	258%	-14%	-140%	-112%	33%	0
占主营业务利润比重	18%	6%	14%	10%	-21%	1%	1%	0%
<b>合计</b>								
销售收入（百万元）	3742	3848	5238	6645	3690	4381	5741	6849
增长率（YOY）	84%	3%	36%	27%	-44%	19%	31%	19%
毛利率	33%	28%	32%	31%	10%	17%	23%	28%
毛利（百万元）	1244	1063	1680	2027	376	745	1336	1935
增长率（YOY）	83%	-15%	58%	21%	-81%	98%	79%	45%

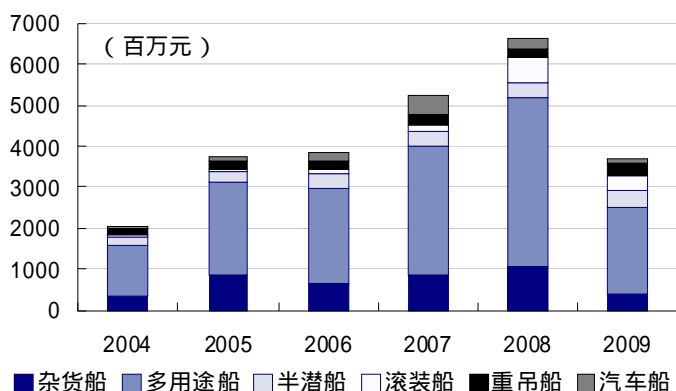
来源：国金证券研究所，公司资料



## 公司背景

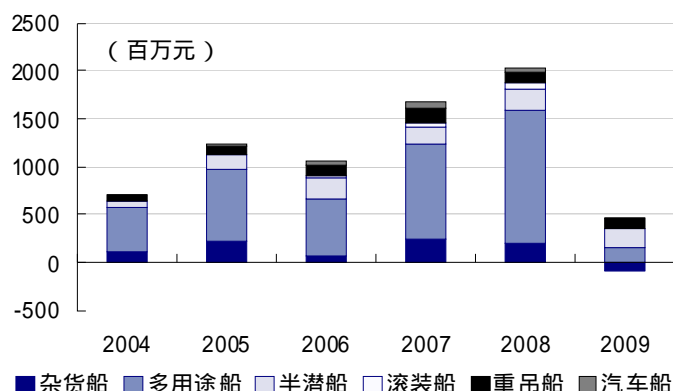
- 公司的发展战略是以特种船运输为主，包括多用途/重吊船、半潜船、滚装船和汽车船。公司的业务量与全球经济周期密切相关，目前正处于经济周期底部并逐步回升，在运力高速扩张和运费持续好转的带动下，公司未来5年的业绩有望持续高速发展；
- 多用途/重吊船和半潜船是公司收入和毛利的主要来源。多用途/重吊船在2004-2008年的毛利占公司毛利的比例为71%，半潜船占比约为9%；
- 未来4年重吊船和半潜船的业绩将大幅增加，公司业绩高速增长态势确定。按照现有的船舶投放计划，截至2011年底公司重吊船和半潜船的运力将增长233%和247%（按载重吨计算），我们预计到2013年公司重吊船的运力规模将达到52万载重吨，是2009年底运力规模的5倍；
- 半潜船是公司另一项重点业务，主要承接海上石油钻井平台运输/安装和重大件运输的业务。目前海上钻井平台有向远海和深海发展的趋势，预计未来几年对半潜船的需求将大幅增加。公司将有两条新型48000载重吨的半潜船在2010-2011年投放，将大幅改善公司现有船队的结构（现为两条20000载重吨），并向附加值更高的业务发展；
- 战略布局中国汽车运输市场，在需求爆发式增长时抢占先机。2008年中国汽车出口量仅为日本的8%和韩国的26%，但2003-2008年中国汽车出口量的复合增长率高达47%，若未来中日韩三国汽车出口量维持03-08年的水平，那么中国最快则可能在2017年超过韩国，2020年超过日本的汽车出口量；

图表4：公司收入结构

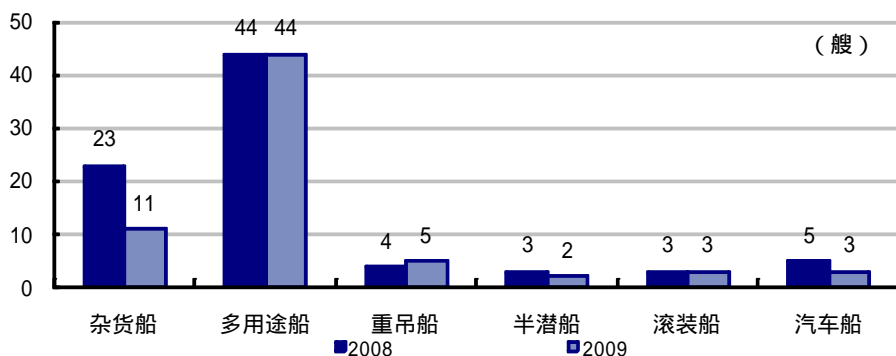


来源：国金证券研究所，公司资料

图表5：公司主要毛利来源



图表6：公司船队列表



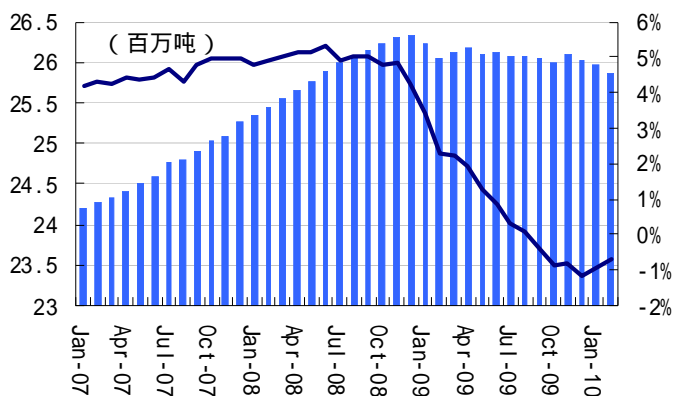
来源：国金证券研究所，公司资料

## 多用途和重吊船队高速扩张带动业绩增长

### 多用途运力增量有限

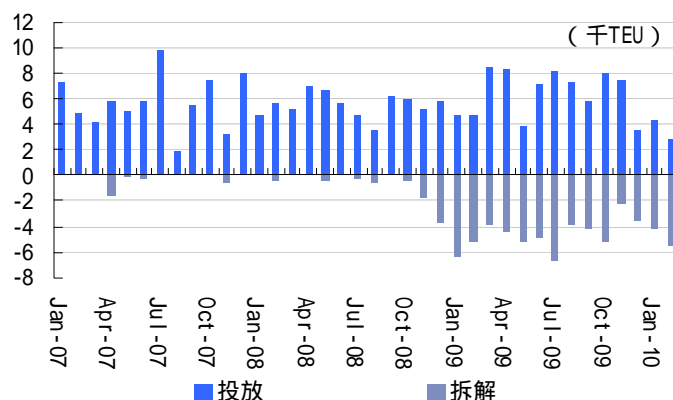
- 多用途船主要用于运输不适合用集装箱或散货船运速的货物，如工程机械、风电部件、钢铁等。其运营模式与集运类似，以航线运营为主。不同的是多用途船运输无固定航班时刻和无固定的挂靠港，而是根据实际需求选择挂靠港；
- 全球多用途船队在 2009 年 9 月开始进入负增长时代。在多用途船期租水平大幅下降后，拆解量自 2009 年 1 月开始大幅增加，运力交付量亦从 09 年底开始大幅减少，导致多用途船运力供给开始减少；
- 未来几年多用途船运力难有明显增长。船龄在 25 年以上的多用途船运力占比为 31%，多于 28% 的在手订单。在船舶老龄化的情况下，旧船的竞争力必将有所减弱，我们认为旧船的拆解将导致未来多用途船运力增速维持在较低的水平；

图表7：多用途船的总运力供给正在减少

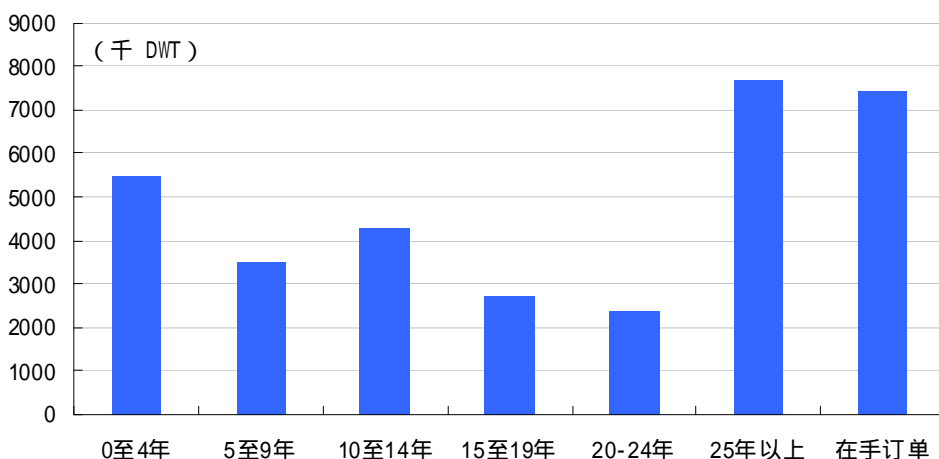


来源：国金证券研究所，Clarkson，\*每 TEU 约为 21 载重吨

图表8：船舶老化和需求萎缩导致高拆解量



图表9：船龄在 25 年以上的多用途船多于目前在手订单数量



来源：国金证券研究所，Clarkson

- 多用途船市场同时受到集运和干散货景气程度的影响。当干散货市场景气程度较高时，多用途船通常被用来运输散杂货件。相反，当集装箱市场景气程度较高时，多用途船也可以参与集装箱运输市场。因此，多用途船市场将受益于干散货或集运任何一个市场运价的上涨；



- **区域特性明显。**公司主要为远东出口到东南亚、非洲、南美和欧洲，欧洲的多用途船东则更专注于欧美之间的航线，在东南亚和非洲的业务相对较少。但是，东南亚和非洲正是需求增长最快的市场，因此公司业务未来发展的潜力极大；
- **重吊船的市场集中度较高。**虽然船东之间的合作并没有像集运那么紧密，但较高的集中度有利于行业对于运价的控制。同时，目前重吊船东多集中在欧洲经营欧美之间的航线，单船载重较小，我们认为未来公司在重吊船领域所面临的竞争较为有限；

**图表10：全球范围内主要重吊船公司船队及订单**

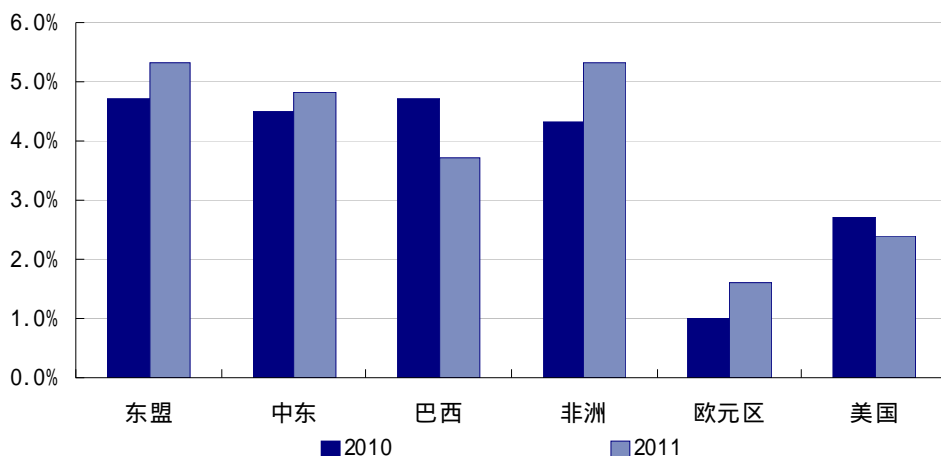
公司	船型	数量	航速	载重吨	标准箱位	建造时间	吊杆能力
中远航运	中，华，富，强	4	15	16,957	685	1998	250*2 + 30
	大丹霞，大紫云	2	15	28,450	1735	09-11	200*2 + 45
	(在建)	6	15	28,450	1735	09-11	200*2 + 45
	(在建)	8	15	28,000		11-13	350*2 +100
Biglift	Tra-types	4	16	8,600	371		275 X 2
	Happy R-types	4	16	15,634	1041		400 X 2
	Happy Buccaneer	1	15	13,740	1050		700 X 2
	Happy S-type (在建)	2	16	18,680	1249	2012	900 X 2
	Happy D-type (在建)	5	17	17,250	1091	2010	400 X 2 +120
中波轮船	Chipolbrok Moon	1	19	30,435	1900	2004	2x50 + 2x320
	Chipolbrok Sun	1	19	30,435	1900	2004	2x50 + 2x320
	Chongming	1	14	22,109	1003	1993	2x25 + 2x150
	Jiaxing	1	14	22,109	1003	1992	2x25 + 2x150
	Leopold Staff	1	19	30,435	1900	2004	2x320 + 2x50
	Norwid	1	14	22,271	1094	1998	2x35 + 2x150
	Szymanowski	1	14	22,130	1003	1991	2x25 + 2x150
	Taixing	1	15	22,271	1094	1997	2x35 + 2x150
	Wieniewski	1	14	22,130	1003	1992	2x25 + 2x150
	Wladyslaw Orkan	1	20	30,435	1904	2003	2x320 + 2x50
	Yongxing	1	14	22,271	1094	1998	2x35 + 2x150
	Chipolbrok Star	1	19	30,000	1900	2010	2*320 + 2*50
	(在建)	4	19	30,000	1900	10-11	2*320 + 2*50
	(在建)	1	19	30,000	1900	2010	2 x 320
SAL	TYPE 161A	4	20	9,370		2000	2*320 + 200
	TYPE 161	4	20	9,549		97-98	2*275 + 150
	TYPE 183	2	20	12,500		10-11	2*1000
	(在建)	4	19	30,000	1900	2010	2 x 320
	(在建)	1	19	30,000	1900	2010	2 x 320
Jumbo	J1800	4	18	13,278			2*900
	D1000	2	14	6,833			2*500
	H800	2	16	7,051			2*400
	E650	2	14	7,580			250 + 400
	E500	1	14	7,572			2*250
	G500	3	14	5,204			2*250
Rickmers	Superflex Heavy MPP	9	20	23,119	1865	02-04	2*320 + 45
	Superflex Mumbai Max (在建)	4	18	24,000	1440	10-11	2*350
	Superflex Heavy MPP 19K (在建)	6	16	19,000	1000	10-11	2 * 240
	Superflex Heavy MPP 17K (在建)	4		17,000	900	10-11	2 *150 + 80
BBC Chartering							2*250
	BBC 500T	9	17	7,530		03-05	2*250
	BBC 500T (新)	2	15	17,500		2010	
	BBC 300T	2	15	7,200		2000	2*150
	BBC 300T (新)	13	15	12,780		07-10	2*150
	BBC 800T (在建)	16		12,000		10-12	2*400 + 80
	BBC 700T (在建)	5		8,500		10-12	2*350
	BBC 500T (在建)	4		17,500		10-12	2*250 + 80
	BBC 300T (在建)	3		12,780		10-12	2* 150

来源：国金证券研究所，公司资料

### 海外工程建设需求高速增长拉动多用途船（重吊船）需求

- 公司的主要航线为从远东（主要为中日韩）至东南亚、非洲、南美和欧洲。出口目的地多为新兴市场，公司将受益于出口市场的经济高速发展带来的业务增量；
- 公司出口货物主要以机械和钢材为主，各占公司总出口运量的 30%-50% 左右。大型项目的建设往往滞后于经济周期，经过 2009 年的调整，预计海外工程建设将在 2010 年开始恢复，公司所经营的新兴市场航线更是有望强劲复苏；

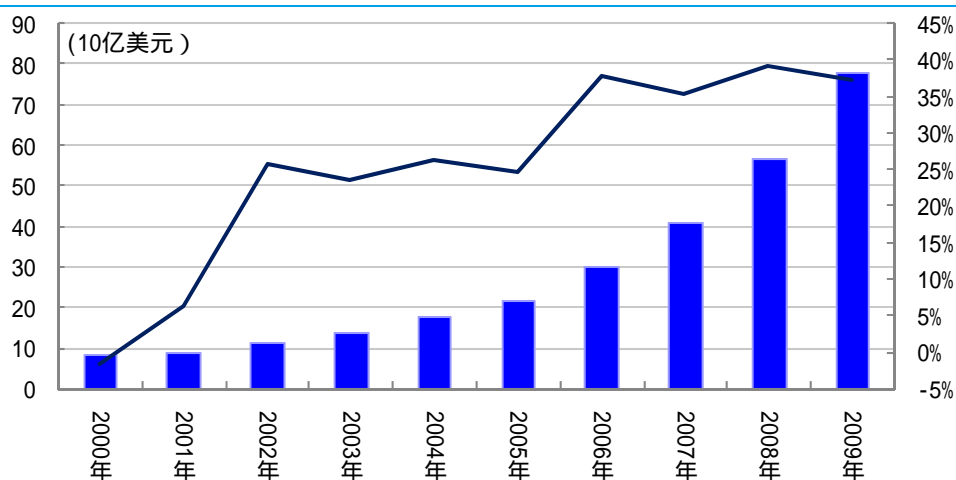
图表11：各国家/地区 2010-2011 年 GDP 增速预测



来源：国金证券研究所，IMF

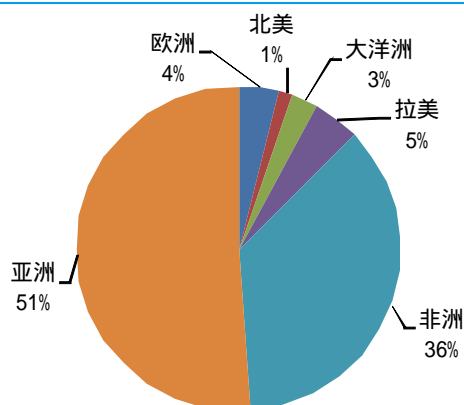
- 中国对外承包工程业务高速发展，带动重件运输需求。我们相信中国对外承包工程将继续带动机械设备出口的需求。尤其像矿山建设、交通运输、电力工业、石油化工这类的对外承包工程，将直接产生多用途/重吊船的运输需求；

图表12：中国对外承包工程业务完成营业额保持高速增长



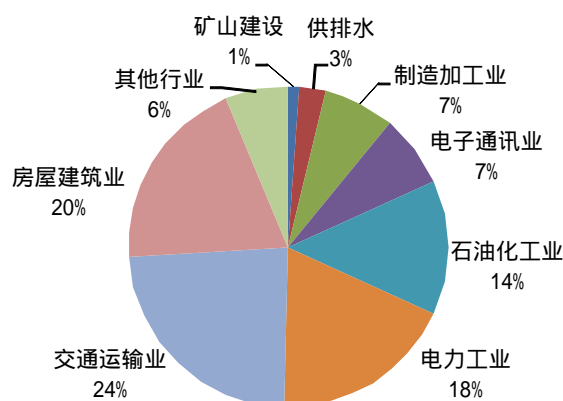
来源：国金证券研究所，WIND

图表13：完成营业额地区分布

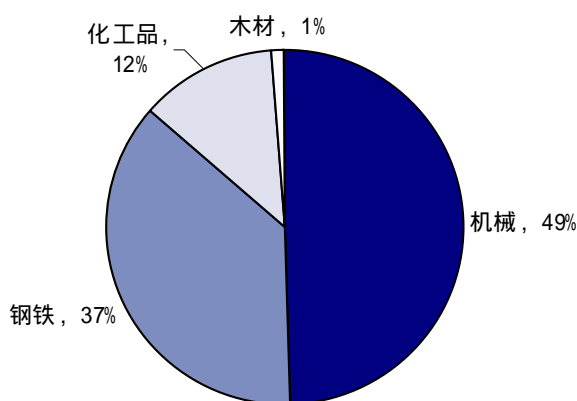


来源：国金证券研究所，WIND

图表14：新签合同额行业分布

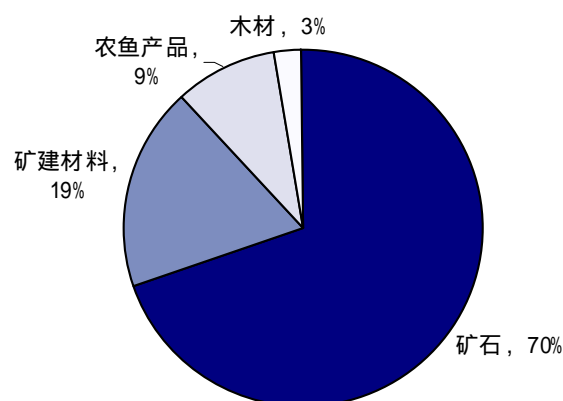


图表15：公司出口运输的主要货物



来源：国金证券研究所，\*数据为估算值，实际比例会动态的发生变化

图表16：公司进口运输的主要货物



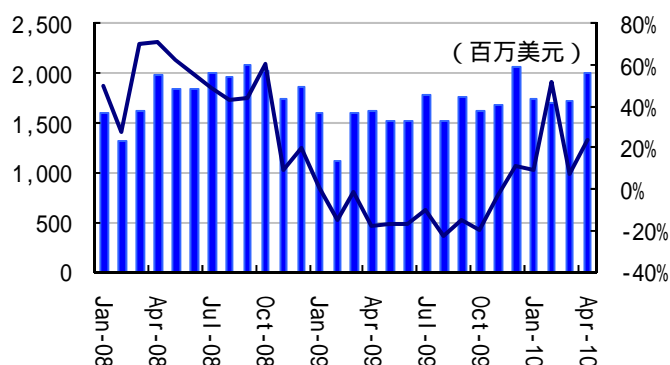
图表17：公司主要经营的航线

物种	出口货物				进口货物			
	机械	钢铁	化工品	木材	矿石	矿建材料	农鱼产品	木材
远东-美洲航线	30%	40%	30%	0%	63%	19%	19%	0%
远东-地中海/欧洲航线	67%	33%	0%	0%	50%	50%	0%	0%
远东-非洲航线	45%	45%	9%	0%	100%	0%	0%	0%
远东-波斯湾/红海航线	60%	34%	3%	2%	67%	7%	27%	0%
远东-孟加拉/印度	53%	26%	16%	5%	60%	36%	0%	5%
远东-东南亚、缅甸航线	42%	42%	17%	0%	79%	0%	11%	11%
合计	49%	37%	12%	1%	70%	19%	9%	3%

来源：国金证券研究所，\*数据为估算值，实际比例会动态的发生变化

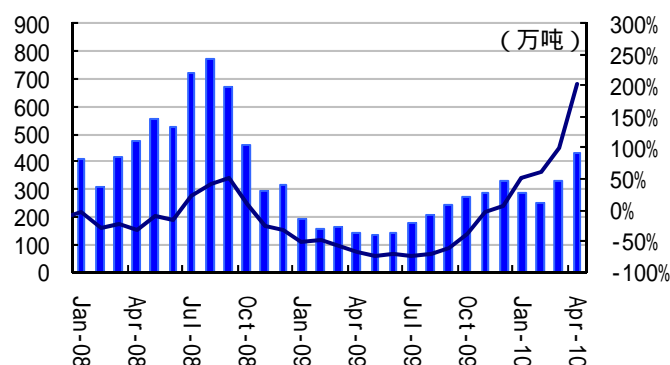
- 截至 2010 年 2 月，中国机械和设备出口金额同比增长 37%，1-2 月同比增长 30%，已经恢复至同期的历史高位。钢材出口量在 2008 年大幅萎缩后亦呈现恢复性增长，但是在欧元区汇率波动的影响下，后续增速或将有所放缓；

图表18：机械及设备出口已恢复至 08 年水平



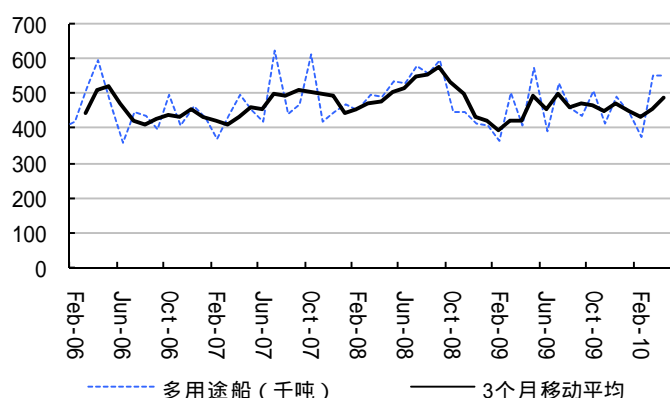
来源：国金证券研究所，华通数据

图表19：预计钢材出口量将持续恢复



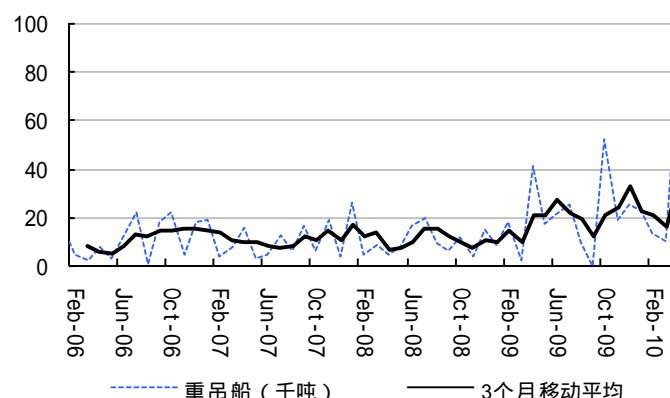
- 2010 年 1-4 月，公司多用途运量同比增长 14%，重吊船的运量则同比大幅增加 78%，运力增加所带来运量的增长非常明显。由于去年下半年重吊船运量基数较高，我们预计全年重吊船的运量增速为 60%；

图表20：公司多用途船运量将触底回升



来源：国金证券研究所，公司资料

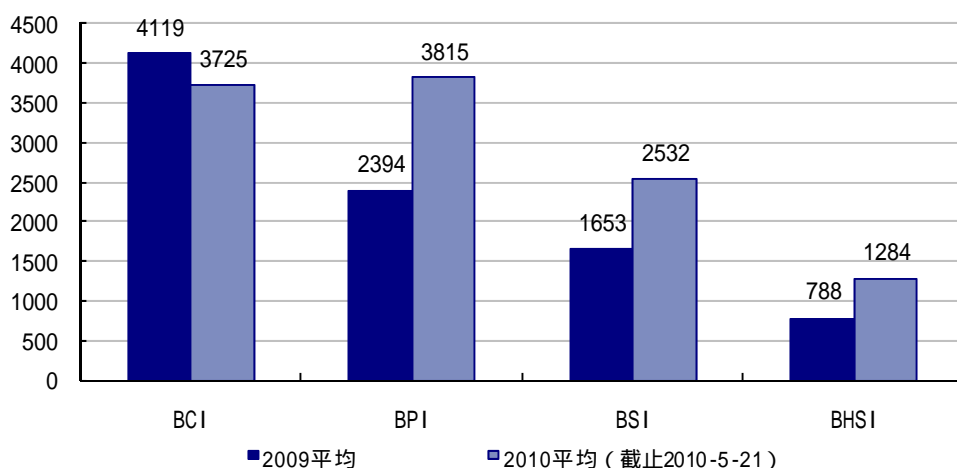
图表21：运力增加，重吊船运量明显增加



### 需求支撑下运价恢复可期

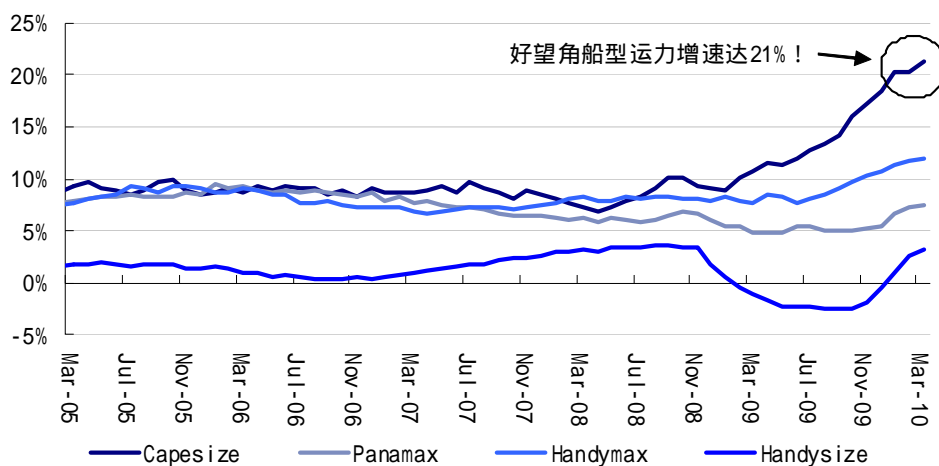
- 我们认为公司多用途船的运价未来几年有望持续上涨：1）需求好转，货量支撑运价水平的提升；2）供给增速有限，船舶装载率提升甚至会造成运力紧张，供需关系得到好转；3）行业集中度高，在非充分竞争的市场，运价的上升往往比较容易实现；4）运价水平处于历史较低的水平，且最坏的情况已经过去；
- 我们对 BDI 走势的看法比较悲观，主要原因是我们认为好望角船型过高的投放速度将导致 BCI 缺乏上涨动力，但我们对于巴拿马和灵便船型的运价（BPI 和 BSI）走势比较乐观。巴拿马船型和灵便船型的供需关系要大幅好于好望角船型，导致除好望角以外的船型运价水平正在持续恢复并不断创出危机后的新高；
- 公司回程运输的多为小宗散货，其运价水平与灵便船型更为接近。目前小灵便船型的运价指数比 2009 年的平均水平要高 84%，巴拿马和大灵便船型则分别高 66%和 60%，而好望角船型的运价指数则要比 2009 年平均水平低 21%。供需的差异将导致今年小船型运价的表现远好于好望角船型；

图表22：灵便船型的运价指数大幅好于2009年平均水平



来源：国金证券研究所，Clarkson

图表23：各船型运力增速比较



来源：国金证券研究所，Clarkson

### 公司未来4年重吊船队运力增长4倍

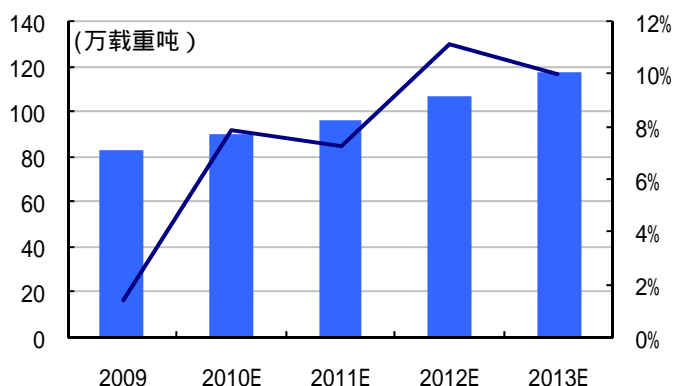
- 公司2007年订造的8艘重吊船和4艘多用途船将在2009-2011年投放。重吊船在2010-2011年运力增速分别为88%和62%。由于部分高龄多用途船可能退役，我们预计其2010-2011年运力增速将在5%以下；
- 周期底部大规模造船，运力高增速持续至2013。公司年报后公布了新的造船方案，预计建造10艘2.7万载重吨的多用途船和8艘2.8万载重吨的重吊船。我们预计新建船舶将在1-2年后开始陆续投放，多用途船和重吊船未来5年的运力复合增长率分别为7%和43%；
- 新造多用途船将提升船队的总体盈利水平。公司披露在2009年4月底投放的首艘新型多用途船的期租水平为21,364美元/天，远高于公司多用途船队在2009年录得8412美元/天的盈利水平。新的多用途在适货性和效率方面更有优势，同时由于船舶运能也大幅增加，预计其期租水平将好于原有船队；
- 重吊船吊杆能力大幅提高帮助公司进入高端市场。公司新订造的重吊船总吊杆能力为700吨，虽然仍低于行业最大吊杆能力1800吨，但较原来的

400 吨大幅提升，有助公司承运附加值更高的重大件，逐步提高船队的盈利水平；

■ 我们认为未来重吊船运量的增长是有保障的：

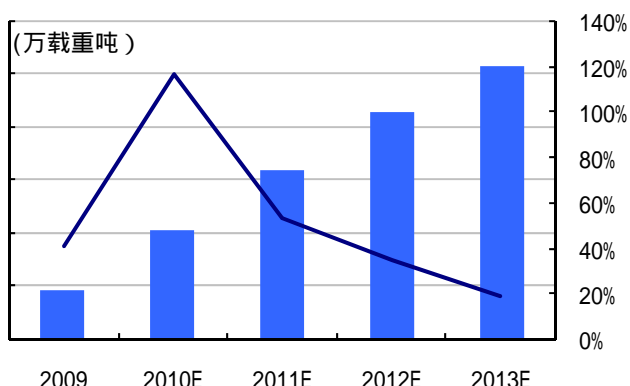
- ◆ 目前国内仅中远航运和中波轮船两家能够承运重大件运输的企业，合共 11 条重吊船（500 吨以上吊杆能力，中远 6 条中波 5 条）。国内重吊船公司仍未能完全满足国内出口的运输需求，部分市场在欧美重吊船公司。公司重吊船舶升级以后，其本土化的优势有望在国内获得更高的市场份额；
- ◆ 两年内公司的杂货船队全部退出运营，新建多用途和重吊船运力将会替代部分原有航线。目前杂货船队的主要用途是航线维护，盈利水平远低于多用途和重吊船，待新增运力在近两年全部投放运营以后，杂货船队将全面退出，新的多用途船和重吊船将接替原有的杂货船所经营的航线。由于新的多用途船和重吊船在船舶设计上大幅优于杂货船，其毛利率水平也会较用杂货船运输有一定幅度提高；
- ◆ 中国对外承包工程业务将继续拉动中国机械设备出口的增加。发展中国家经济的强劲恢复将带动其基建工程的再启动，未来高铁列车、火电、风电等设备出口有望加速，支撑重大件出口运输需求；
- ◆ 拓展欧美等高附加值的航线。在运力得到补充后，公司正计划进行全球化的经营，而不是仅仅局限于国内的出口市场。这是一个比较长期的战略，在中远集团全球资源的帮助下，海外扩张的成本大幅减少，有利于公司未来增加第三国之间的运输服务；

图表24：预计至 2013 年公司将增加 14 艘多用途船



来源：国金证券研究所，公司资料

图表25：预计到 2013 年公司重吊船运力将增长近 4 倍



- 多用途和重吊船运力增加带动公司业绩在未来 4 年高速发展。我们根据公司运力的扩张计划做了简单的测算，显示在运力扩张的带动下，保守预计到 2013 年公司多用途和重吊船的毛利将在 2009 年的基础上增长超过 6 倍；



**图表26：未来4年多用途和重吊船业务收入测算**

多用途船	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
运力(万载重吨)	82.2	83.4	90	96.6	107.4	118.2
增长率(YOY)		1%	8%	7%	11%	10%
运输量(千吨)	6,006	5,471	5,913	6,505	7,025	7,517
增长率(YOY)		-9%	8%	10%	8%	7%
销售收入(百万元)	4,100	2,117	2,792	3,378	4,013	4,552
增长率(YOY)		-48%	32%	21%	19%	13%
单位收入(千元/吨)	0.68	0.39	0.47	0.52	0.57	0.61
增长率(YOY)		-43%	22%	10%	10%	6%
毛利率	34%	7%	18%	25%	28%	30%
销售成本(百万元)		1,964	2,287	2,533	2,889	3,186
增长率(YOY)		-28%	16%	11%	14%	10%
毛利(百万元)	1,386	153	504	844	1,124	1,365
增长率(YOY)		-89%	229%	67%	33%	22%
重吊船	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
运力(万载重吨)	6.8	9.6	20.8	32	43.2	51.6
增长率(YOY)		41%	117%	54%	35%	19%
运输量(千吨)	135	242	387	619	805	948
增长率(YOY)		79%	60%	60%	30%	18%
销售收入(百万元)	219	306	578	1,018	1,522	1,902
增长率(YOY)		79%	89%	76%	50%	25%
单位收入(千元/吨)	1.63	1.27	1.50	1.65	1.89	2.01
增长率(YOY)		-22%	20%	10%	7%	6%
毛利率	57.20%	38%	18%	25%	35%	40%
销售成本(百万元)	94	189	474	764	989	1,141
增长率(YOY)		102%	151%	61%	30%	15%
毛利(百万元)	125	117	104	255	533	761
增长率(YOY)		-7%	-11%	144%	109%	43%
合计	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
合计收入	4,319	2,424	3,370	4,396	5,535	6,453
增长率(YOY)		-44%	39%	30%	26%	17%
合计毛利	1,512	271	608	1,099	1,656	2,126
增长率(YOY)		-82%	125%	81%	51%	28%
毛利率	35%	11%	18%	25%	30%	33%

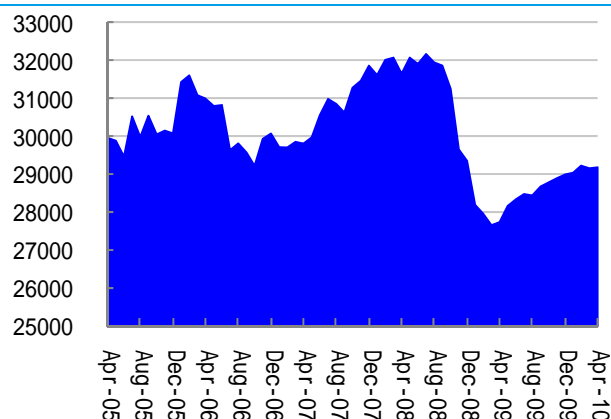
来源：国金证券研究所

## 半潜船市场竞争加剧，但垄断地位难以打破

### 原油需求恢复，价格恢复至 2007 年水平

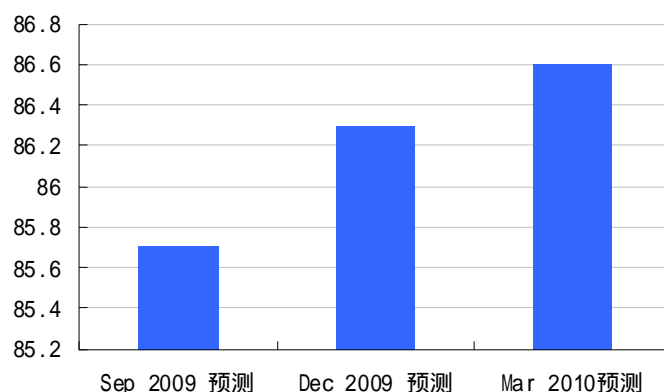
- IEA 多次上调 2010 年全球原油需求预测，至 866 百万桶/天，相比 2010 年上涨 1.8%。IEA 认为非 OECD 会员（发展中国家）的需求好于预期，带动原油需求；
- 虽然 OPEC 在 3 月宣布维持产量计划不变，但截至今年 2 月，OPEC 的原油产量已经创出 14 个月的新高，同比增长 4.3%，环比增长 0.4%；
- 石油需求和价格是钻井平台利用效率的重要指标之一，我们认为在需求持续回暖及油价恢复至危机前水平的情况下，海上钻井平台的数量将会逐渐增加；

图表27：OPEC 原油产量创 14 个月新高

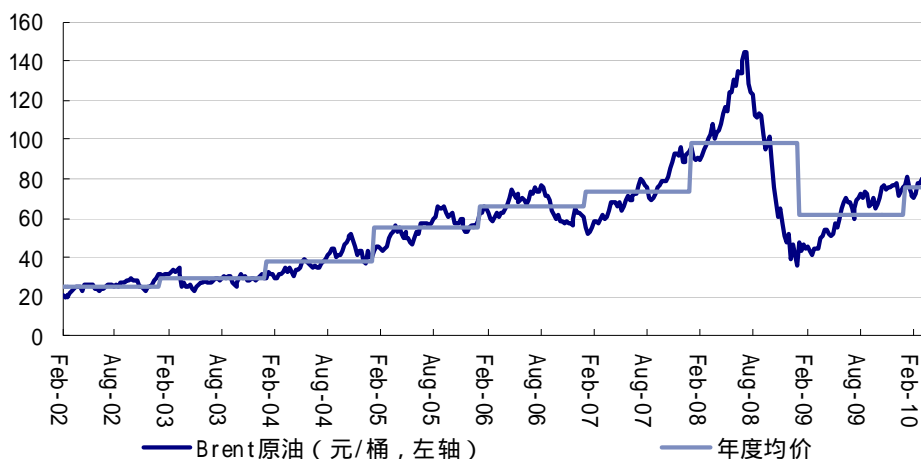


来源：国金证券研究所，Bloomberg，IEA

图表28：IEA 多次上调原油需求预测



图表29：2010 年原油均价已经略高于 2007 年的水平



来源：国金证券研究所，Bloomberg

### 海上钻井平台的需求在油价的带动下开始恢复性增长

- 08 年前钻井平台需求旺盛，自升式和浮式钻井平台的供给大幅利用率均维持在 90% 左右。但需求在 2008 年下半年急剧萎缩，导致利用率大幅下跌。根据 RS Platou 的统计，自升式钻井平台的利用率已经跌至自 2000 年以来的最低水平；

- 根据能源研究机构 ODS-Petrodata 对 2010 年的预测，自升式钻井平台的需求将下跌 15.8%，利用率将下跌至 70%。浮式的钻井平台需求稳定，但由于新的平台投放，利用率将下降至 85%，闲置的海上钻井平台数量大幅增加；

图表30：自升式钻井平台今年量价齐跌

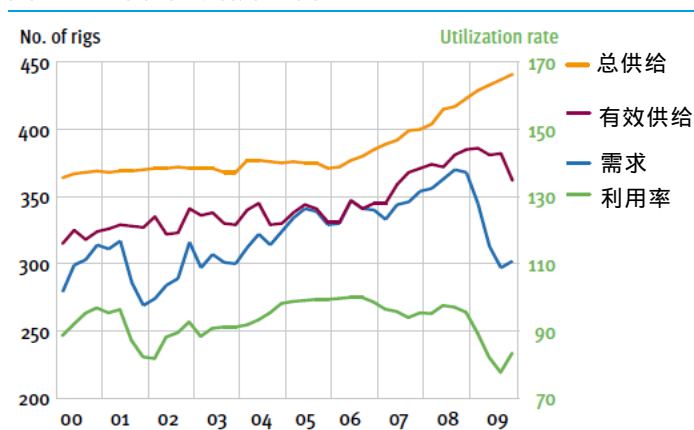
自升式钻井平台	2008	2009	2010E
全球供给	415	438	457
全球需求	364	378	318
利用率	88%	86%	70%
热闲置的平台	19	18	55
冷闲置的平台	16	20	61
平均日租金	low-\$130s	mid-\$140s	low-\$130s
未获租赁合同的新投放平台	23	18	26

来源：国金证券研究所，ODS-Petrodata

图表31：浮动式钻井平台需求稳定价格上涨

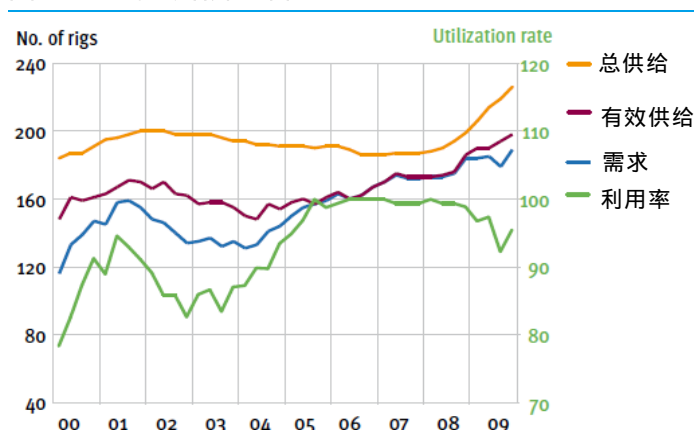
浮动式钻井平台	2008	2009	2010E
全球供给	205	215	236
全球需求	177	193	200
利用率	86%	90%	85%
热闲置的平台	2	4	12
冷闲置的平台	4	5	10
平均日租金	low-\$260s	mid-\$320s	low-\$370s
未获租赁合同的新平台	2	0	6

图表32：自升式钻井平台

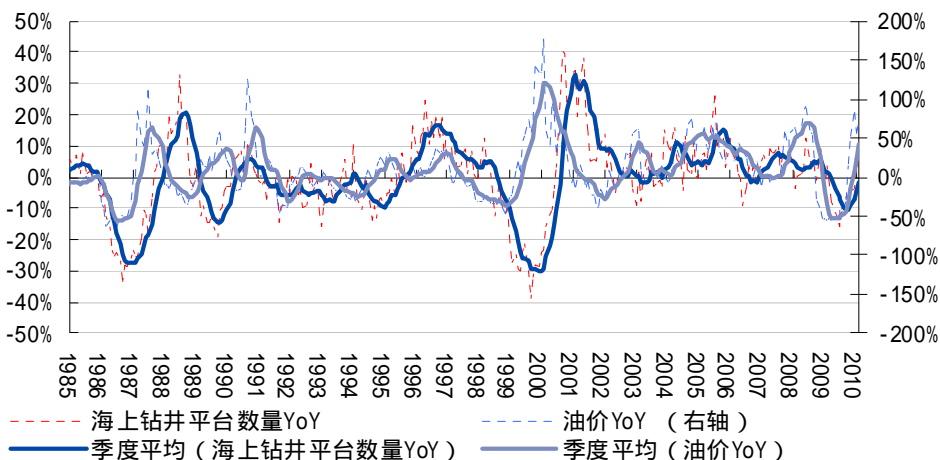


来源：国金证券研究所，RS Platou

图表33：浮式钻井平台



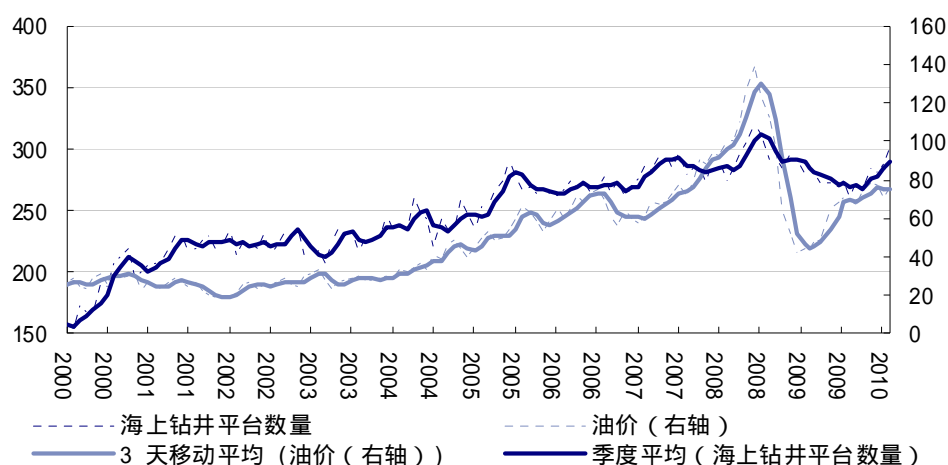
图表34：钻井平台的投放数量 vs. 原油价格



来源：国金证券研究所，Baker Hughes

根据历史经验，钻井平台的需求滞后于油价复苏约 1 年的时间，我们认为海上钻井平台的需求将在 2010 年中开始逐渐恢复。由于市场上有超过 10% 的海上钻井平台处于闲置状态，一旦需求复苏，这部分的海上钻井平台即可马上投入使用；

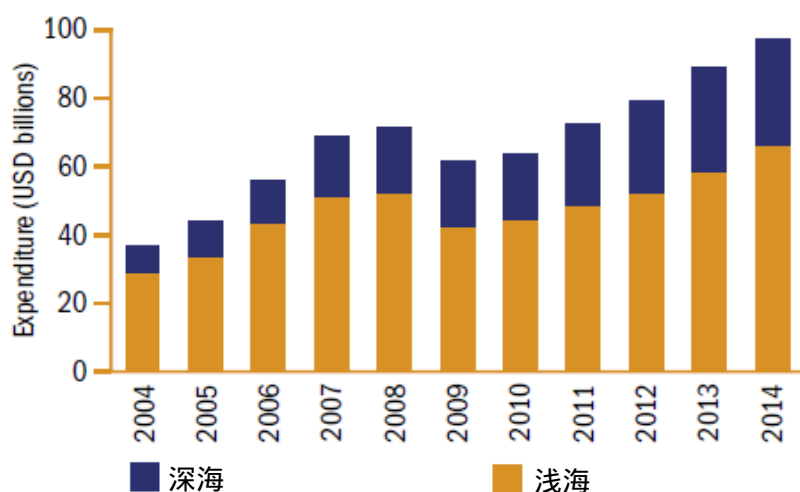
图表35：在油价回升的带动下钻井平台投放数量触底回升



来源：国金证券研究所，Baker Hughes

- 根据 Douglas Westwood 的预计，2011 年在海上石油/天然气勘探和开采方面的投资将恢复至 2008 年的水平，而在深海领域的石油/天然气勘探和开采投资的比重明显增加。深海领域海上工程的增加将大幅拉动半潜船运输的需求；

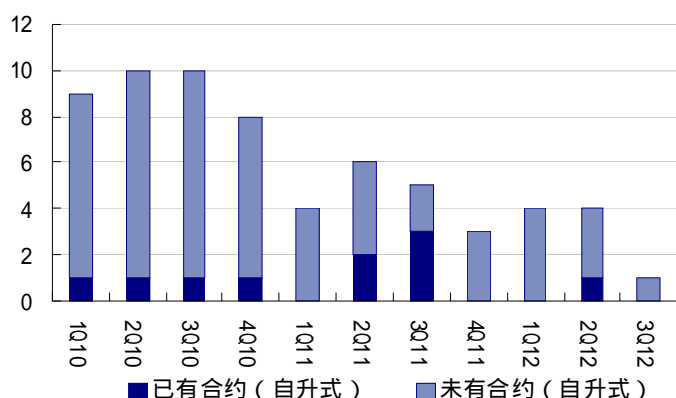
图表36：深海石油/天然气勘探和开采的投资在 2011 年将恢复至 08 年水平



来源：国金证券研究所，Douglas Westwood，Dockwise

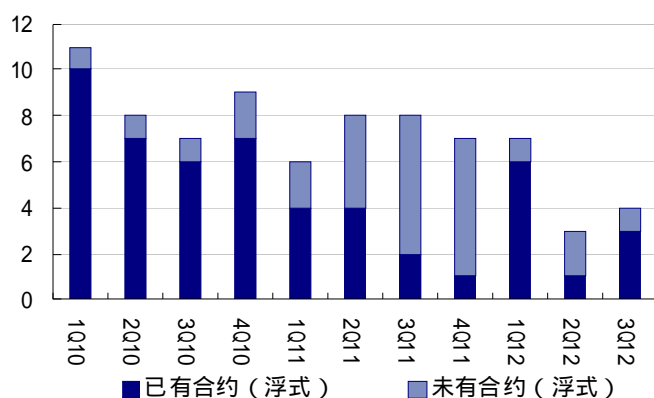
- 随着海上石油/天然气方面投资的恢复，我们预计钻井平台的运输需求将在 2011 年同比增长 17%，超越 2008 年的水平；
  - ◆ 2010-2011 年将有 119 座海上钻井平台投放市场，其中 50 座已经被订租。换句话说，将有 69 座新的钻井平台可随时投放至市场；
  - ◆ 预计新投放自升式钻井平台在 2010-2011 年的订租比例分为 20% 和 60%。根据最新统计数据显示，2010 年投放的自升式钻井平台订租量为 4 座，订租比例为 11%，2011 年为 5 座，比例为 28%；
  - ◆ 预计新投放半潜式钻井平台在 2010-2011 年的订租比例均为 85%。根据最新统计数据显示，2010 年半潜式钻井平台目前的订租量为 30 座，订租比例为 85%，2011 年为 11 座，比例为 38%；

图表37：自升式钻井平台投放较多，但仅 15% 被订租



来源：国金证券研究所，ODS-Petrodata

图表38：59%的新投放浮式钻井平台已有租约绑定



- 预计现有海上钻井平台运输需求在 2010 年小幅下跌，但在 2011 年将呈现恢复性增长；
  - ◆ 根据 Dockwise 统计，每年自升式钻井平台的运输需求约占现有平台数量的 7%-7.5%，若包括新投放的平台，比例则为 11% 左右；半潜式平台的运输需求约占平台总数的 25% 左右；我们做相对保守的预测，2010-2011 年自升式钻井平台的运输需求占现有平台的 6% 和 7%，而半潜式则为 19% 和 19.5%；
- 由于 2010-2011 年有较多的新平台投放，弥补了现有平台运输需求的下降，预计 2010 年海上钻井平台的运输需求小幅下降 2.3%，但在 2011 年将大幅好转，并超过 2008 年水平；

图表39：钻井平台运输需求将在 2011 年恢复增长

自升式	2008	2009	2010E	2011E
现有平台运输	31	33	30	35
占现有平台比例	7.5%	7.5%	6.0%	7.0%
新增平台运输	18	17	7	11
占新增平台比例	80%	90%	20%	60%
自升式合计	50	50	37	45
占自升式平台比例	11.3%	10.9%	7.5%	8.9%
半潜式				
现有平台运输	41	26	24	35
占现有平台比例	20%	12%	10%	13%
新增平台运输	9	17	30	23
占新增平台比例	85%	80%	85%	80%
半潜式合计	50	43	53	58
占半潜式平台比例	23.0%	18.1%	19.7%	19.5%
钻井平台总运输需求	99	93	91	104
同比增速	32.1%	-6.5%	-2.3%	14.8%
占海上平台总量比例	15.2%	13.4%	11.8%	12.8%

来源：国金证券研究所，Dockwise，ODS-Petrodata

### 行业特性注定寡头垄断格局，公司市场地位继续上升

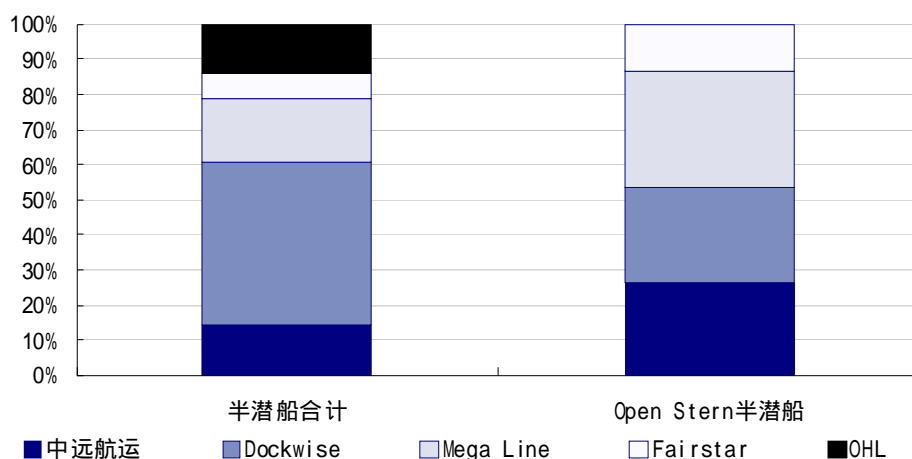
- 货主对于半潜船运输费用并不敏感，但对运输安全性及速度要求极高。半潜船运输的货物价值极高，海上钻井平台的造价在 2-10 亿美元，日租约为 13-40 万美元/天，因此 5-10 万美元/天的半潜船日租金显得微不足道。货主往往偏好有丰富运营经验和先进船型的运营商，以保证货物的安全和快速，运输价格并非主要考虑因素。同时，由于货主往往只选择能力较强的

几家运营商，导致市场新入者缺乏经验的获取渠道。这一循环加大了行业的进入壁垒；

■ 行业竞争格局在未来 3-5 年内难以改变：

- ◆ Dockwise 目前有 4 条半潜船（Open Stern，与公司船型相同，其余为改造），但其中 2 条船龄分别为 22 年和 26 年，其余两条船龄为 9 年和 10 年，船队老年化情况严重。相比之下，公司有 2 条在 01 年投放、2 条在 2010 年投放的船舶，技术更为先进和成熟；
- ◆ 除 Dockwise 以外，全球市场内还有 Fairstar、OHL 和 Mega Line 三家公司在经营半潜船，但他们均面对船队老旧（OHL），船舶适用性差（Fairstar、OHL）和经验不足（Mega Line）等问题。由于半潜船运输业务对公司的运营经验，船舶要求非常严格，因此上述四家公司的竞争力远差于中远航运；
- ◆ 未来运力增量主要来自于公司和韩国的 Mega Line。目前，仅公司和 Mega Line 有新船在建并在近两年投放，Dockwise、OHL 和 Fairstar 仍未提出半潜船的制造计划，未来半潜船运力供给有限；
- ◆ 另一家准备进入半潜船市场的公司 Seametric，其新型半潜船（非传统半潜船设计）由于船厂技术有限，在 2009 年底被全部取消。由于 Seametric 的船舶投放无期，资金链已经出现问题，我们预计其短期内能重下订单建造半潜船的机会不大，因此我们并未将其统计在内。但通过 Seametric 这家公司的经验，可了解到半潜船市场的进入门槛是非常高的；

图表40：全球半潜船运力比较（艘）

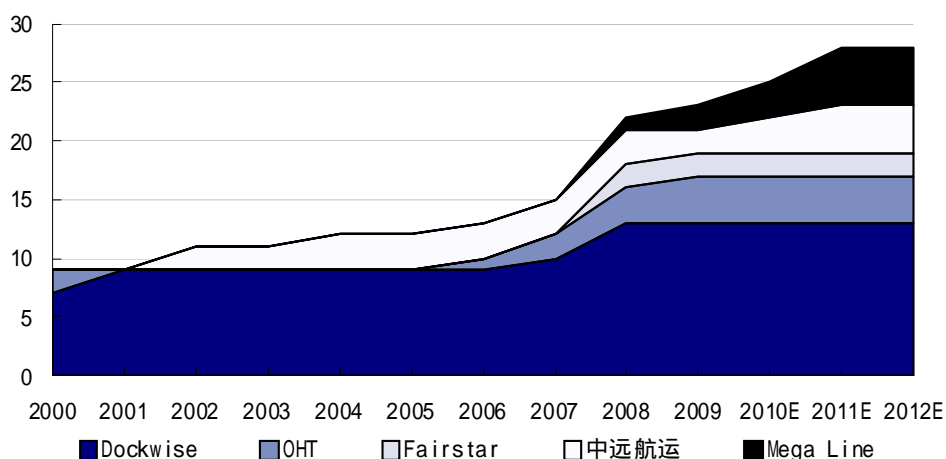


来源：国金证券研究所，公司资料，\*包括中远航运和 Mega Line 在 2010/2011 年投放的船舶，不包括 Dockwise 的游艇运输船

- 公司现有两艘 2 万载重吨级别的半潜船，另有两艘 5 万载重吨的新型半潜船将在 2010-2011 年投入使用，船队载重能力将大幅提高；
- 由于船型得到丰富，公司船队的适货性将大幅好转。在新的半潜船投入使用后，公司的船队基本上能对所有的海上钻井平台和海上石油/天然气平台提供运输和安装服务，突破原有 2 万载重吨的限制；



图表41：半潜船历史运力统计



来源：国金证券研究所，公司资料，\*由于 Seametric 的订单被取消，故未包括在内

- Open Stern 的半潜船在全球范围内仅 15 艘（包括 Mega Line 在 2011 年投放的 2 艘），中远航运占了其中的 4 艘。随着钻井平台向远海、深海发展，半潜式钻井平台需求相应增加，公司将能充分利用其船型的优势，获取附加值更高的运输/安装合同；

图表42：Open Stern 型的半潜船



图表43：油轮改造的半潜船



来源：国金证券研究所，Dockwise

图表44：Open Stern 型的半潜船能更好的执行安装任务



来源：国金证券研究所，NMA，公司资料

**图表45：全球半潜船队列表（黑框内为公司主要竞争对手/船舶）**

公司	建造年份	船龄	船名	船型	宽（米）	长（米）	级别	载重吨
中远航运	2001	9	泰康口	Open stern vessel	36	156	Type II	22620
中远航运	2001	9	康盛口	Open stern vessel	32	156	Type II	20248
中远航运	2010	0	祥云口	Open stern vessel	43	217	Type II	50000
中远航运	2010	0	祥安口	Open stern vessel	43	217	Type II	50000
Mega Line	2008	2	Mega Trust	Open stern vessel	50	148	Type II	17300
Mega Line	2010	0	Mega Passion	Open stern vessel	63	203	Type I	63000
Mega Line	2009	1	Mega Innovation	Open stern vessel	38	153	Type II	16800
Mega Line	2011	NA	Mega Integrity	Open stern vessel	42	164	Type II	16000
Mega Line	2011	NA	Mega Caravan	Open stern vessel	42	164	Type II	16000
Dockwise	2000	9	Blue Marlin	Open stern vessel	63	225	Type I	76292
Dockwise	1999	10	Black Marlin	Open stern vessel	42	218	Type II	57021
Dockwise	1983	26	Mighty Servant 1	Open stern vessel	50	190	Type I	40910
Dockwise	1987	22	Transshelf	Open stern vessel	40	174	Type II	33700
Fairstar	2000	10	Fjord	半潜驳船改造	45	159	Type II	24500
Fairstar	2000	10	Fjell	半潜驳船改造	36	146	Type II	19300
Dockwise	1984	25	Mighty Servant 3	油轮改造	40	180	Type II	27720
Dockwise	1990	19	Transporter	油轮改造	45	217	Type II	53868
Dockwise	1990	19	Treasure	油轮改造	45	217	Type II	53868
Dockwise	1993	16	Talisman	油轮改造	45	217	Type II	53868
Dockwise	1991	18	Trustee	油轮改造	45	217	Type II	53868
Dockwise	1992	17	Triumph	油轮改造	45	217	Type II	53868
Dockwise	1990	19	Target	油轮改造	46	217	Type II	53868
Dockwise	1982	27	Swan	Closed Stern	32	181	Type III	32650
Dockwise	1983	26	Swift	Closed Stern	32	181	Type III	32187
Dockwise	1982	27	Tern	Closed Stern	32	181	Type III	32650
Dockwise	1984	25	Teal	Closed Stern	32	181	Type III	32187
Dockwise	1982	27	Super Servant 3	Closed Stern	32	139	Type V	14138
Dockwise	1982	27	Super Servant 4	Closed Stern	32	170	Type V	14059
Ocean Heavy Lift	1980	30	Eagle	油轮改造	42	200	Type II	31809
Ocean Heavy Lift	1980	30	Falcon	油轮改造	42	200	Type II	31809
Ocean Heavy Lift	1989	21	Osprey	油轮改造	45	223	Type II	54000
Ocean Heavy Lift	1989	21	Hawk	油轮改造	45	223	Type II	54000
Sam Woo	1975	35	Asian Atlas	油轮改造	41	225	Type II	52000

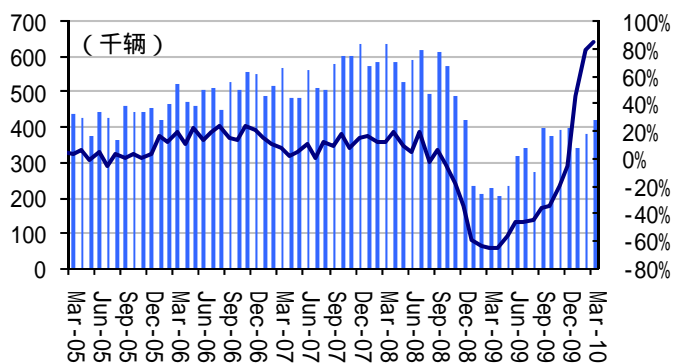
来源：国金证券研究所。公司资料，\*Dockwise 的 dock type 半潜船不与公司半潜船产生竞争，故不列在表内

## 战略布局中国汽车出口市场

- 汽车船和滚装船业务占公司总收入的 15%左右，毛利占比不超过 10%。未来几年公司该部分业务收入和利润将有恢复性增长，但受运力限制，汽车和滚装船难以大幅增长。随着公司多用途/重吊和半潜船的收入增加，汽车和滚装船为公司贡献的毛利占比将进一步降低至 10%以下，并非公司未来业绩增长中的亮点；
- 汽车运输是一个相对封闭的市场。大型汽车制造商往往只与几家运输公司签订长期运输合同，而汽车制造行业比较集中，在一个区域内往往只有几家大型企业，市场新入者在获得货源方面非常困难；
- 国内已经有几家企业提前进入到汽车运输的行业，为未来中国汽车出口大幅增长做好准备。但由于缺少货源和运营经验，国内企业基本采用与国外汽车运输公司合作的方式运营，如中远航运与 NYK，中海与 K Line，中外运与 MOL 均在中国成立了合资公司；

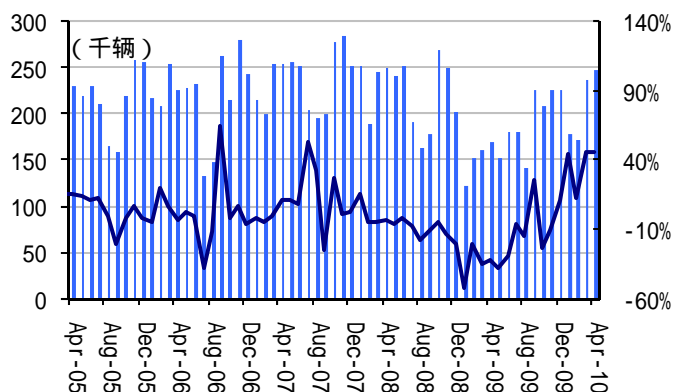
- 受经济危机打击，2009 年日本、韩国和中国的汽车出口量分别下跌了 47%、20%和 46%，导致运价水平也随之下跌。今年日韩汽车出口量呈现非常明显的复苏态势。2010 年 2 月日本和韩国汽车出口量同比增加 74%和 48%，运量的恢复有助公司运价的提升。预计公司的滚装船和汽车船业务今年将回到盈利水平之上，但对公司总体毛利的贡献非常有限；

图表46：日本汽车出口量



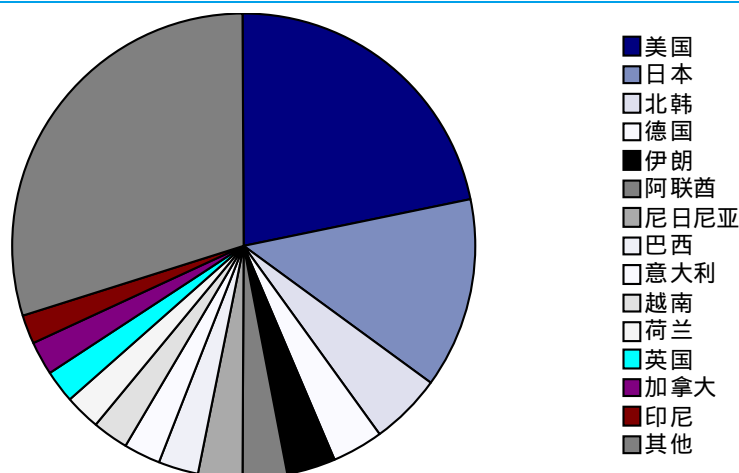
来源：国金证券研究所，CEIC

图表47：韩国汽车出口量



- 目前中国汽车量出口地区极为分散，不利于汽车船运输业务。出口目的地最大的美国和日本分别占了中国汽车出口量的 22%和 13%，其余地区出口量均在 5%以下；

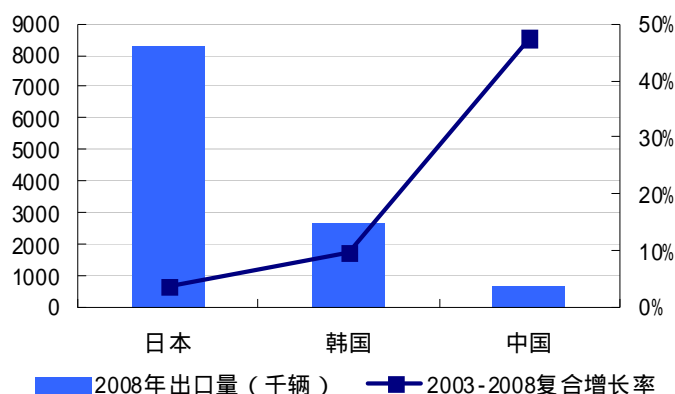
图表48：中国汽车出口地区较为分散，不利于汽车船运输（2009 年）



来源：国金证券研究所，CEIC

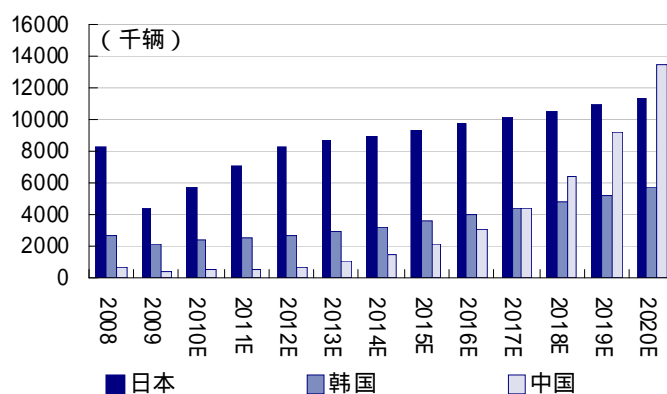
- 汽车出口市场仍在初级阶段。目前中国汽车出口量仅为日本的 8%，韩国的 17%，日本、韩国和中国 2003-2008 年的复合增长率分别为 4%、10%和 47%。假设日本、韩国和中国的汽车出口量在 2012 年恢复至 2008 年水平，03-08 年的复合增长率作为未来出口量的增长速度，中国最快要在 2017 年达到韩国汽车的出口量，在 2020 年超过日本汽车的出口量；
- 公司战略部署汽车出口业务为公司未来提供稳定增长的收入来源。虽然汽车出口运输并非公司目前的主要收入来源，但是我们认为，随着中国汽车出口量的高速增长，中国汽车运输市场必将出现如日本由几家巨型寡头垄断的格局。虽然短期内难爆发式增长，但长期来看，汽车出口业务将为公司提供稳定的收入来源；

图表49：中国汽车出口高速增长但基数较低



来源：国金证券研究所，CEIC，\*假设日本、韩国和中国的汽车出口量在2012年恢复至2008年水平，03-08年的复合增长率作为未来出口量的增长速度

图表50：汽车出口量的简单预测



图表51：附录：船型说明

船型	英文名称	简介
多用途船	MULTI-PURPOSE VESSEL	指既能装载一般件杂货、机械设备、散货，又能装载集装箱，适货能力较强的船舶，其用途多样、广泛，船舶配有较强起货能力的起货设备
重吊船	HEAVY-LIFT SHIP	其船舶的起货设备均为几百吨的重吊，舱口少，船舶仅有两个或一个舱口，但舱口大，多为几十米长。主要用于装载和运输大型机械、设备和大型项目货载
半潜船	SEMI-SUBMERSIBLE VESSEL	半潜式子母船，指通过利用船舶（母船）本身压载水的调整，把船舶（母船）的装货甲板潜入水中，以便将所要承运的特定货物（子船，一般为被承运的驳船、游艇、钻井平台等），从指定位置浮入船舶（母船），在船舶（母船）的装货甲板重新浮出水面适当位置并对所承运的货物进行必要的绑扎加固后，将货物运到指定位置，通过与装货时同样方法将特定货物卸下（浮出）的船舶
汽车船	PCC (Pure Car Carrier)	是专门设计用以装运汽车、卡车或滚装货物的专用船舶，其特点是装卸的高效性、安全性和良好的适货性
滚装船	RO-RO SHIP	最初称滚上滚下船，专门承运车辆或与其相关的货物，通过车辆直接开进、开出完成货物装卸的船舶。通常艉部设有货门、跳板，车辆利用跳板、货门和各层甲板间的活动斜坡道或起落平台，直接进入各层甲板
杂货船	GENERAL CARGO SHIP	称统货船、货船、包装货船。转运包装、桶装和成箱、成捆等杂货的船。船上一般设置多层甲板和装卸设备；货舱侧壁有木质护肋设施；露天甲板上的货舱口都配有水密货舱盖，以防止进水造成货损；某些杂货船还设有冷藏货、植物油类、贵重物品等特殊货物的专业舱室

来源：国金证券研究所，公司资料

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表（人民币百万元）**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>主营业务收入</b>	<b>5,325</b>	<b>6,901</b>	<b>3,902</b>	<b>4,381</b>	<b>5,741</b>	<b>6,849</b>
增长率		29.6%	-43.5%	12.3%	31.1%	19.3%
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,622</b>	<b>-4,794</b>	<b>-3,515</b>	<b>-3,635</b>	<b>-4,405</b>	<b>-4,914</b>
% 销售收入	68.0%	69.5%	90.1%	83.0%	76.7%	71.7%
<b>毛利</b>	<b>1,704</b>	<b>2,107</b>	<b>386</b>	<b>745</b>	<b>1,336</b>	<b>1,935</b>
% 销售收入	32.0%	30.5%	9.9%	17.0%	23.3%	28.3%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-80</b>	<b>-107</b>	<b>-57</b>	<b>-22</b>	<b>-29</b>	<b>-103</b>
% 销售收入	1.5%	1.6%	1.5%	0.5%	0.5%	1.5%
<b>营业费用</b>	<b>-24</b>	<b>-37</b>	<b>-52</b>	<b>-44</b>	<b>-57</b>	<b>-68</b>
% 销售收入	0.5%	0.5%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%
<b>管理费用</b>	<b>-202</b>	<b>-275</b>	<b>-220</b>	<b>-175</b>	<b>-230</b>	<b>-274</b>
% 销售收入	3.8%	4.0%	5.6%	4.0%	4.0%	4.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,398</b>	<b>1,688</b>	<b>57</b>	<b>504</b>	<b>1,020</b>	<b>1,490</b>
% 销售收入	26.2%	24.5%	1.5%	11.5%	17.8%	21.8%
<b>财务费用</b>	<b>-45</b>	<b>21</b>	<b>25</b>	<b>-34</b>	<b>-36</b>	<b>-23</b>
% 销售收入	0.9%	-0.3%	-0.6%	0.8%	0.6%	0.3%
<b>资产减值损失</b>	<b>-7</b>	<b>4</b>	<b>-6</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>12</b>	<b>23</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
% 税前利润	0.8%	1.3%	4.3%	1.0%	0.5%	0.3%
<b>营业利润</b>	<b>1,357</b>	<b>1,736</b>	<b>82</b>	<b>474</b>	<b>989</b>	<b>1,471</b>
营业利润率	25.5%	25.2%	2.1%	10.8%	17.2%	21.5%
<b>营业外收支</b>	<b>113</b>	<b>-5</b>	<b>46</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>5</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,470</b>	<b>1,731</b>	<b>128</b>	<b>484</b>	<b>999</b>	<b>1,476</b>
利润率	27.6%	25.1%	3.3%	11.1%	17.4%	21.6%
<b>所得税</b>	<b>-379</b>	<b>-268</b>	<b>-7</b>	<b>-87</b>	<b>-200</b>	<b>-369</b>
所得税率	25.8%	15.5%	5.1%	18.0%	20.0%	25.0%
<b>净利润</b>	<b>1,091</b>	<b>1,462</b>	<b>121</b>	<b>397</b>	<b>799</b>	<b>1,107</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>17</b>	<b>14</b>	<b>-14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,074</b>	<b>1,448</b>	<b>136</b>	<b>383</b>	<b>785</b>	<b>1,093</b>
净利率	20.2%	21.0%	3.5%	8.7%	13.7%	16.0%

**现金流量表（人民币百万元）**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>净利润</b>	<b>1,091</b>	<b>1,462</b>	<b>121</b>	<b>397</b>	<b>799</b>	<b>1,107</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>154</b>	<b>132</b>	<b>150</b>	<b>155</b>	<b>188</b>	<b>214</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-53</b>	<b>32</b>	<b>-41</b>	<b>-210</b>	<b>48</b>	<b>37</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-6</b>	<b>51</b>	<b>-70</b>	<b>-77</b>	<b>45</b>	<b>55</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,187</b>	<b>1,677</b>	<b>160</b>	<b>265</b>	<b>1,080</b>	<b>1,414</b>
<b>资本开支</b>	<b>-741</b>	<b>-547</b>	<b>-764</b>	<b>-1,003</b>	<b>-999</b>	<b>-1,105</b>
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>12</b>	<b>22</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-729</b>	<b>-525</b>	<b>-760</b>	<b>-999</b>	<b>-994</b>	<b>-1,100</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>-96</b>	<b>1,232</b>	<b>511</b>	<b>65</b>	<b>-316</b>	<b>-165</b>
<b>其他</b>	<b>-350</b>	<b>-659</b>	<b>-316</b>	<b>28</b>	<b>-139</b>	<b>-282</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-446</b>	<b>573</b>	<b>196</b>	<b>94</b>	<b>-456</b>	<b>-447</b>
<b>现金净流量</b>	<b>12</b>	<b>1,725</b>	<b>-405</b>	<b>-640</b>	<b>-369</b>	<b>-134</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表（人民币百万元）**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>货币资金</b>	<b>921</b>	<b>2,704</b>	<b>2,293</b>	<b>1,653</b>	<b>1,283</b>	<b>1,150</b>
<b>应收款项</b>	<b>217</b>	<b>155</b>	<b>110</b>	<b>147</b>	<b>193</b>	<b>230</b>
<b>存货</b>	<b>135</b>	<b>143</b>	<b>125</b>	<b>120</b>	<b>145</b>	<b>162</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>183</b>	<b>186</b>	<b>142</b>	<b>184</b>	<b>222</b>	<b>248</b>
<b>流动资产</b>	<b>1,457</b>	<b>3,189</b>	<b>2,671</b>	<b>2,103</b>	<b>1,843</b>	<b>1,789</b>
% 总资产	29.1%	44.8%	36.5%	27.7%	22.6%	19.9%
<b>长期投资</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>42</b>	<b>41</b>	<b>41</b>
<b>固定资产</b>	<b>3,503</b>	<b>3,887</b>	<b>4,599</b>	<b>5,447</b>	<b>6,262</b>	<b>7,151</b>
% 总资产	70.0%	54.6%	62.8%	71.6%	76.7%	79.4%
<b>无形资产</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>12</b>	<b>19</b>	<b>25</b>
<b>非流动资产</b>	<b>3,547</b>	<b>3,935</b>	<b>4,657</b>	<b>5,503</b>	<b>6,324</b>	<b>7,220</b>
% 总资产	70.9%	55.2%	63.5%	72.3%	77.4%	80.1%
<b>资产总计</b>	<b>5,004</b>	<b>7,125</b>	<b>7,328</b>	<b>7,606</b>	<b>8,167</b>	<b>9,009</b>
<b>短期借款</b>	<b>82</b>	<b>198</b>	<b>583</b>	<b>648</b>	<b>332</b>	<b>166</b>
<b>应付款项</b>	<b>739</b>	<b>761</b>	<b>631</b>	<b>624</b>	<b>765</b>	<b>863</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>254</b>	<b>275</b>	<b>231</b>	<b>310</b>	<b>483</b>	<b>722</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,075</b>	<b>1,234</b>	<b>1,445</b>	<b>1,582</b>	<b>1,579</b>	<b>1,750</b>
<b>长期贷款</b>	<b>362</b>	<b>384</b>	<b>509</b>	<b>509</b>	<b>509</b>	<b>510</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>157</b>	<b>1,056</b>	<b>1,104</b>	<b>827</b>	<b>827</b>	<b>827</b>
<b>负债</b>	<b>1,595</b>	<b>2,674</b>	<b>3,058</b>	<b>2,918</b>	<b>2,916</b>	<b>3,087</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>3,338</b>	<b>4,366</b>	<b>4,233</b>	<b>4,636</b>	<b>5,186</b>	<b>5,842</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>71</b>	<b>85</b>	<b>37</b>	<b>51</b>	<b>65</b>	<b>79</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,004</b>	<b>7,125</b>	<b>7,328</b>	<b>7,606</b>	<b>8,167</b>	<b>9,009</b>

**比率分析**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.639	1.105	0.103	0.292	0.599	0.834
每股净资产	5.095	3.332	3.231	3.538	3.958	4.458
每股经营现金净流	1.991	1.318	0.123	0.202	0.824	1.079
每股股利	0.700	0.400	0.000	0.058	0.180	0.334
<b>回报率</b>						
净资产收益率	32.17%	33.17%	3.20%	8.26%	15.14%	18.71%
总资产收益率	21.46%	20.33%	1.85%	5.04%	9.61%	12.13%
投入资本收益率	25.87%	23.43%	0.84%	6.20%	11.79%	15.05%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	38.38%	29.59%	-43.46%	12.28%	31.05%	19.30%
EBIT增长率	71.01%	20.78%	-96.60%	778.11%	102.31%	46.06%
净利润增长率	74.49%	34.86%	-90.64%	182.64%	105.04%	39.20%
总资产增长率	19.51%	42.39%	2.86%	3.79%	7.38%	10.31%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	8.5	7.9	9.1	8.0	8.0	8.0
存货周转天数	18.5	10.6	13.9	12.0	12.0	12.0
应付账款周转天数	39.5	43.6	55.9	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	176.5	129.0	248.3	275.1	229.9	208.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-13.97%	-30.14%	-8.76%	7.07%	7.32%	5.97%
EBIT利息保障倍数	30.8	-79.9	-2.3	14.8	28.6	63.5
资产负债率	31.87%	37.52%	41.73%	38.37%	35.70%	34.27%

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	4	13	19
买入	0	2	2	8	13
持有	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.67	1.44	1.45	1.45

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

### 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：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；  
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；  
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；  
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；  
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。



**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、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。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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号  
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 2805 室