



多用途船扭亏为盈， 成为利润的主要贡献者

——中远航运（600428）2010年中报点评——

增 持

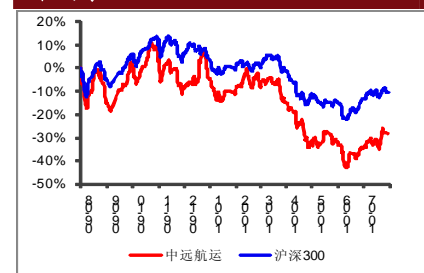
内容摘要:

- 公司10年上半年实现营业收入20.3亿元，同比增加1.4%，利润总额1.8亿元，同比增长69.2%；归属于母公司股东的净利润1.5亿元，同比增长54.4%；每股收益0.11元，净资产收益率为3.39%。业绩符合预期。
- 上半年特种杂货运输市场呈现出恢复性增长的态势，价量齐升，公司船舶平均期租水平9929.31美元/天，比去年同期上升3.6%，公司上半年毛利率水平较上年同期上升5个百分点。杂货船和多用途船毛利率上升最快，分别增加35个百分点和11个百分点。第二季度，公司营业收入同比上升9.8%，为金融危机以来的首次正增长，毛利率达到18.3%，连续三个季度上升。
- 多用途船扭亏为盈，实现营业利润1.3亿元，占整个船队利润的76%，随着外围市场的逐步好转，今年干散货市场将缓慢回升，这部分业务收入将增加。尽管半潜船和重吊船业务均盈利，但毛利率水平降低的较多，二者贡献了39%的利润。汽车船、杂货船和滚装船拖累业绩，上半年公司汽车船业务期租水平同比减少25个百分点，亏损1682万元。此外，杂货船和滚装船也出现一定亏损。
- 燃油成本占船舶运输成本比例为34.33%，较09年提高约6个百分点。
- 3月底公司签订了总数为10艘2.7万吨新型多用途船合同，船舶将于2011年6月份起陆续交付使用。在供需平衡的支撑下，公司未来将享有运输量价齐升的收益。预计公司10年、11年和12年公司营业收入46.1亿、60.8亿、71.4亿元，每股收益分别为0.25元、0.49元、0.68元，8月23号收盘价为8.05元，对应动态市盈率分别为32倍、16和12倍，维持“增持”评级。

研究员

李慧
执业证号：S1250210050003
电话：010-57631192
邮箱：lih@swsc.com.cn

市场表现



相关研究

中远航运（600428）：前景广阔，长期投资价值显现
2010/03/18

业绩总结

公司 10 年上半年实现营业收入 20.3 亿元，同比增加 1.4%，利润总额 1.8 亿元，同比增长 69.2%；归属于母公司股东的净利润 1.5 亿元，同比增长 54.4%；每股收益 0.11 元，净资产收益率为 3.39%。业绩符合预期。

上半年毛利率上升 5 个百分点

上半年特种杂货运输市场呈现出恢复性增长的态势，价量齐升。主要新兴经济体经济发展强劲，基建、能源等各类投资活动极为活跃，项目设备、机械装备运输需求旺盛，公司船舶平均期租水平 9929.31 美元/天，比去年同期上升 3.6%，公司上半年营业收入同比增长 1.4%。同时，公司营业成本同比下降 4.5%，促使上半年主营业务毛利率水平较上年同期上升 5.03 个百分点至 17.01%。杂货船和多用途船毛利率上升最快，分别增加 35 个百分点和 11 个百分点。第二季度，公司营业收入同比上升 9.8%，为金融危机以来的首次正增长，毛利率达到 18.3%，连续三个季度上升，实现每股收益 0.07 元，较一季度 0.04 元明显增加。

多用途船扭亏为盈，成为利润的主要贡献者

多用途船扭亏为盈，实现营业收入 12.4 亿元，营业利润 1.3 亿元，占整个船队利润的 76%，随着外围市场的逐步好转，今年干散货市场将缓慢回升，这部分业务收入将增加。受金融危机滞后影响，上半年半潜船运输市场相对低迷，主要以现货市场为主，期租水平同比下跌 37%，营业收入减半。随着全球油气项目工程的重新启动和恢复，预计下半年将好于上半年。重吊船呈现量升价涨态势，期租水平同比减少 58%，营业收入同比增加 9%。尽管半潜船和重吊船业务均盈利，但毛利率水平降低的较多，分别较去年同期减少 19 个百分点和 36 个百分点至 35% 和 22%。半潜船和重吊船实现营业利润 6691.1 万元，占整个船队利润的 39%。

汽车船、杂货船和滚装船拖累业绩

尽管全球汽车需求有所恢复，但运力仍供大于求，汽车船运输受需求不足，经营效益难以改善，上半年公司汽车船业务期租水平同比减少 25 个百分点，亏损 1682 万元。此外，杂货船和滚装船也出现一定亏损。三者共亏损 2654 万元，占船队利润总和的 16%。

燃油成本占比提高 6 个百分点

上半年公司船用重油平均采购价为 470.67 美元/吨，比上年同期上升 54.93%，比 2009 年度上升 26.47%；船用轻油平均采购价为 674.31 美元/吨，比上年同期上升 42.52%，比 2009 年度上升 25.39%。燃油成本占船舶运输成本比例为 34.33%，较 09 年提高约 6 个百分点。

估值与评级

供需双双向好促业绩增长

国际货币基金组织（IMF）7 月份称，即使有更多的金融市场波动，全球经济复苏仍将继续，预计 2010 年全球经济增长 4.6%，较此前预测提高 0.4 个百分点，同时将 2011 年经济增长预期维持在 4.3% 不变。在全球经济复苏的大背景下，对外承包工程，新兴市场基建和油气项目、全球高铁项目、清洁能源项目投资将快速增长，将带动特种杂货运输业务的增长。

根据 Drewry 统计，目前全球多用途船队订单运力为现有运力的 28%，船队运力增长速度有望维持在 1.5% 以下，多用途船货量增长率从 2010 年至 2014 年平均为 3.3%，市场供求关系总体平缓。3 月底，公司签订了总数为 10 艘 2.7 万吨新型多用途船合同，船舶将于 2011 年 6 月份起陆续交付使用。该项目是中远航运成立以来投资金额最大的单一投资项目，也是 2008 年金融危机爆发以来，全球多用途船和特种船领域规模最大的投资项目，在供需平衡的支撑下，公司未来将享有运输量价齐升的收益。

维持“增持”评级

预计公司 10 年、11 年和 12 年公司营业收入 46.1 亿、60.8 亿、71.4 亿元，净利润分别为 3.2 亿元、6.4 亿元、8.9 亿元，每股收益分别为 0.25 元、0.49 元、0.68 元，8 月 23 日收盘价为 8.05 元，对应动态市盈率分别为 32 倍、16 和 12 倍。维持“增持”评级，建议投资者逢低介入，长期持有。

表 1：中远航运盈利预测

单位：万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	690106	390159	461326	607534	713670
营业收入增长	29.59%	-43.46%	18.24%	31.69%	17.47%
主营业务毛利率	30.54%	9.90%	16.00%	24.00%	27.00%
二、营业总成本	518796	382497	426749	527229	601869
营业成本	479358	351520	387514	461726	520979
营业税金及附加	10708	5727	6274	8262	9706
期间费用	29117	24684	32361	56840	70884
其中：销售费用	3735	5213	3460	4678	5567
管理费用	27496	21958	30909	41312	49957
财务费用	-2114	-2486	-2008	10850	15360
期间费用率	4.22%	6.33%	7.01%	9.36%	9.93%
资产减值损失	-386	566	600	400	300
三、其它经营收益					
公允价值变动净收益					
投资净收益	2263	549	0	0	0
四、营业利润	173574	8211	34577	80305	111801
营业利润增长	27.93%	-95.27%	321.13%	132.25%	39.22%

营业利润率	25.15%	2.10%	7.50%	13.22%	15.67%
加：营业外收入	7	5751	6000	0	0
减：营业外支出	500	1188	760	0	0
其中：非流动资产处置净损失					
加：影响利润总额的其它项目					
五、利润总额	173081	12773	39817	80305	111801
利润总额增长	17.77%	-92.62%	211.72%	101.68%	39.22%
减：所得税	26840	657	7963	16012	22348
实际所得税率	15.51%	5.14%	20.00%	19.94%	19.98%
六、净利润	146241	12116	31854	64244	89441
净利润增长	34.03%	-91.71%	162.90%	101.68%	39.22%
减：少数股东损益	1418	-1434	-500	-300	0
归属母公司所有者净利润	144822	13550	32354	64544	89441
母公司净利润增长	34.86%	-90.64%	138.77%	99.49%	38.57%
净利润率	21.19%	3.11%	6.90%	10.57%	12.53%
七、每股收益					
每股收益（元/股）	1.11	0.10	0.25	0.49	0.68
每股净资产（元/股）	3.33	3.23	3.38	3.94	4.83
净资产收益率	33.17%	3.20%	7.31%	12.50%	14.12%

数据来源：西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有,未经书面许可,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100140

电话: (010) 57631232/1230

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>