



多用途船扭亏为盈， 成为利润的主要贡献者

增持

——中远航运(600428)2010年中报点评——

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

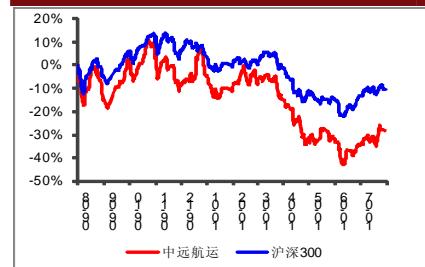
李慧

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，全球经济复苏仍将延续，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，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/>