

交通运输—航运

报告原因：年报公布

2010年8月24日

市场数据：2010年8月23日

收盘价（元）	8.05
一年内最高/最低（元）	12.75/6.29
市净率	2.48
市盈率	37
流通A股市值（百万元）	10674

基础数据：2010年6月30日

每股净资产（元）	3.34
资产负债率%	49.76
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：孟令茹

执业证书编号：S0760210080007

电话：0351-8686978

邮箱：menglingru@sxzq.com

联系人：张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：sxzqyjfb@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）

综合毛利率上升助推公司业绩大幅增长 54%

增持

维持评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

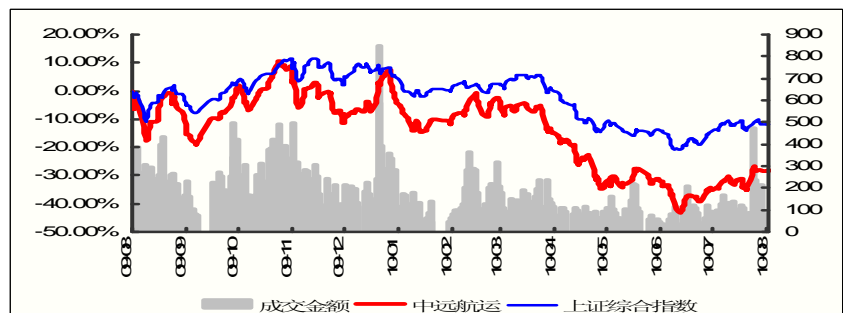
单位：百万元、元、%、倍

	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	7.25
2009A	3901.59	-43.46	135.50	-90.64	0.10	2.10	2.84	80.50
2010E	4159.43	6.61	286.51	111.44	0.22	7.75	6.29	37.26
2011E	4791.67	15.20	726.40	153.54	0.49	18.48	13.75	16.43

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- **10年上半年业绩回顾：综合毛利率上涨助推公司业绩大幅增长。**上半年公司综合毛利率达到15.92%，较去年同期上升5.2个百分点，推动公司实现归属于母公司净利润1.46亿元，同比增长54.43%。运价上涨和成本控制能力的增强是推动公司船队毛利率大幅上涨的重要因素。首先是需求好转促进运价的上涨，上半年公司船队整体期租水平实现了3.60%的上涨；同时公司通过船队结构调整等措施提高公司成本管理和控制能力，导致公司当期船队综合毛利率与去年同期相比实现了5.03个百分点的上升。
- **多用途船是贡献公司营业利润的主要船型。**10年上半年公司船队共实现营业利润1.71亿元，同比增长49.47%，其中多用途船营业利润达到1.31亿元，占船队营业利润总额的76.41%，与去年同期比较，更是大幅上涨612.14%。多用途船营业利润大幅增加的主要原因是货运量和运价上涨所致，其中多用途船运价较去年同期大幅上涨了17.73%，该船型毛利率较去年增加了10.62个百分点。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，该船型实现营业利润32.00万元，同比下降67.82%。





- **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。从 09 年开始公司加大了对盈利能力较差的老旧杂货船舶的退役，根据计划未来两三年该种船型将逐步退出公司。通过运力结构调整，公司船舶平均船龄不断下降，截止到 2010 年 6 月 30 日，公司所有船舶平均船龄已由 09 年底的 21.01 年下降到 19.4 年。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（2010 年上半年公司已经完成 6 亿元中期票据的发行，同时推进配股再融资方案，为公司船队结构调整筹集了发展基金），同期公司订造了 10 艘 2.7 万载重吨的多用途船，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，增强公司船队的盈利能力。
- **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，根据 Drewry 预测，多用途船货量增长率从 2010 年至 2014 年平均为 3.3%。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，Drewry 预测年增速在 1.5% 以下。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。**尽管受金融危机影响，原油价格上涨有所放缓，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，彭博公布了 7 月份世界原油需求数据，7 月世界原油需求量为 86.8 万桶/天，同比增长 2.60%，较上月上升了 0.59 个百分点，环比增长 0.46%，表明原油需求走势相对平稳，促使下半年半潜船运输需求有望好于上半年。
- **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，增加特种船型运力，公司未来增长空间相当广阔，预计 2010 年公司每股收益达 0.22 元，2011 年达到 0.57 元/股，2010-2011 年 PE 分别为 37 倍和 16 倍，考虑下半年市场资金供给走势及公司流通股份市值大小，给予公司“增持”评级。
- **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

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
一、营业总收入(万元)	532,519.48	690,106.08	390,158.91	415,943.42	479,166.82
营业收入(万元)	532,519.48	690,106.08	390,158.91	415,943.42	479,166.82
同比增长: %	38.29%	29.59%	-43.46%	6.61%	15.20%
二、营业总成本(万元)	398,004.07	518,795.56	382,497.40	383,691.22	390,608.71
营业成本(万元)	362,150.50	479,357.70	351,520.36	349,309.28	347,395.94
同比增长: %	30.71%	32.36%	-26.67%	-0.63%	-0.55%
毛利率: %	31.99%	30.54%	9.90%	16.02%	27.50%
营业税金及附加(万元)	7,981.91	10,707.53	5,726.63	5,635.07	6,491.60
销售费用(万元)	2,403.85	3,734.82	5,212.71	3,085.32	3,554.29
管理费用(万元)	20,211.15	27,495.65	21,957.77	27,878.13	32,115.61
财务费用(万元)	4,541.02	-2,113.84	-2,486.33	-2,767.85	500.00
资产减值损失(万元)	715.63	-386.29	566.26	551.26	551.26
三、其他经营收益(万元)					
投资净收益(万元)	1,162.93	2,263.21	549.18	0	0
四、营业利润(万元)	135,678.34	173,573.73	8,210.69	32,252.20	88,558.11
同比增长: %	73.09%	27.93%	-95.27%	292.81%	174.58%
加: 营业外收入(万元)	11,488.38	7	5,751.06	3,137.40	1,568.70
减: 营业外支出(万元)	201.72	500	1,188.44	396.28	0.00
五、利润总额(万元)	146,965.01	173,080.73	12,773.31	34,993.31	90,126.81
减: 所得税(万元)	37,852.47	26,839.98	657.17	6,832.00	18,025.36
六、净利润(万元)	109,112.54	146,240.75	12,116.14	28,161.31	72,101.45
减: 少数股东损益(万元)	1,724.26	1,418.28	-1,433.87	-489.36	-538.30
归属于母公司所有者的净利润(万元)	107,388.28	144,822.47	13,550.01	28,650.67	72,639.75
同比增长: %	84.29%	34.86%	-90.64%	111.44%	153.54%
七、每股收益:					
(一) 基本每股收益(元)	1.64	1.11	0.1	0.22	0.49
(二) 稀释每股收益(元)	1.64	1.11	0.1	0.22	0.49

资料来源: 公司资料 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。