

中远航运 (600428.SH) 水上运输行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

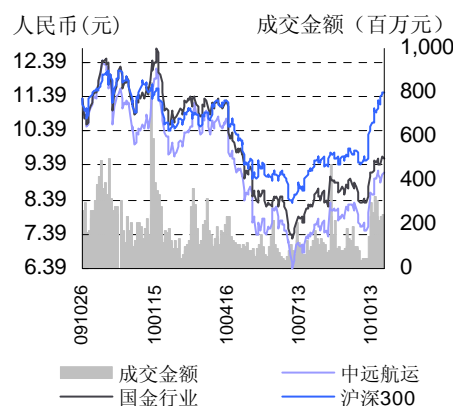
市价(人民币): 9.17 元

管理费用下降明显

长期竞争力评级: 等于行业均值

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)	12,016.58
年内股价最高最低(元)	12.45/6.39
沪深 300 指数	3481.08
上证指数	3051.42



相关报告

1. 《业绩快报点评》，2010.10.13
2. 《低谷已过,盈利进入上升通道》，2010.8.23
3. 《业绩快报点评》，2010.7.9

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	0.226	0.478	0.695
每股净资产(元)	3.33	3.23	3.47	3.83	4.35
每股经营性现金流(元)	1.32	0.12	0.03	0.68	0.93
市盈率(倍)	5.79	102.03	40.18	19.02	13.10
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%	119.01%	111.26%	45.17%
净资产收益率(%)	33.17%	3.20%	6.52%	12.48%	15.95%
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

业绩简评

- 公司发布业绩: 1-9 月份收入 31.9 亿元, 同比增长 10%; 实现净利润 2.33 亿, 同比增长 152%, 折合每股收益 0.18 元, 其中 3 季度每股收益 0.07 元, 与二季度持平;

经营分析

- 公司 1-9 月每股盈利 0.18 元, 扣除非经常损益后每股盈利 0.17 元, 同比增长 135%。三季度 BDI 均值环比下跌 29%, 公司毛利率比 2 季度下降 5.7 个百分点至 18.3%, 但管理费用下降明显, 因此公司 3 季度营业利润率较 2 季度仅下降 1.5%;
- 毛利率水平提升助利润增长远高于收入增速: 公司 1-9 月毛利率水平为 14.7%, 比去年同期上升 5.2% 个百分点, 主要受益于多用途船的运价上涨以及船型结构的变化。我们预计随着新型多用途船的投放以及需求恢复支撑运价上涨, 明后年毛利率将逐步回升;
- 低价造船, 反周期扩张: 公司确定 4 艘重吊船的建造合同, 4 艘船舶合同建造费用不超过 15,600 万美元。新的重吊船将配置 700 吨的吊杆能力, 比 2007 年订造的那批重吊船高 300 吨, 将适合更多的货种以及承运附加值更高的机械产品, 有助期租水平的提升;

盈利调整

- 我们维持原有的盈利预测, 预计公司 10-12 年分别实现净利润 2.97、6.27 和 9.1 亿元, 折合 EPS 分别为 0.23、0.48 和 0.7 元, 同比增长 119%、111% 和 45%;

投资建议

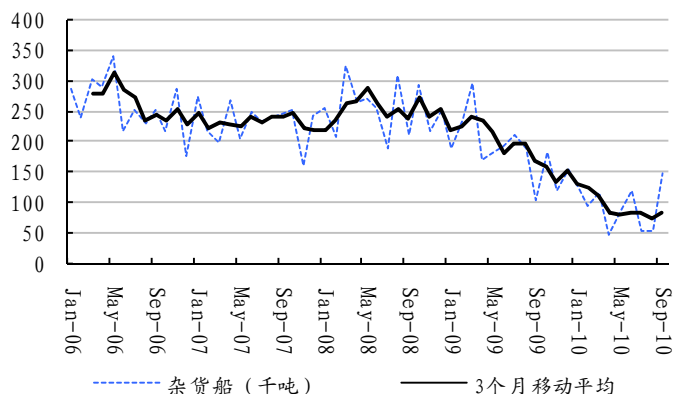
- 未来公司重吊船运力的高速发展以及多用途船盈利将逐步恢复将支撑盈利水平的好转, 现在正处于向上周期的初始阶段, 目前股价对应 11、12 年 PE 为 19 和 13.1 倍, 维持“买入”评级;

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

黄金香 分析师 SAC 执业编号: S1130210070001

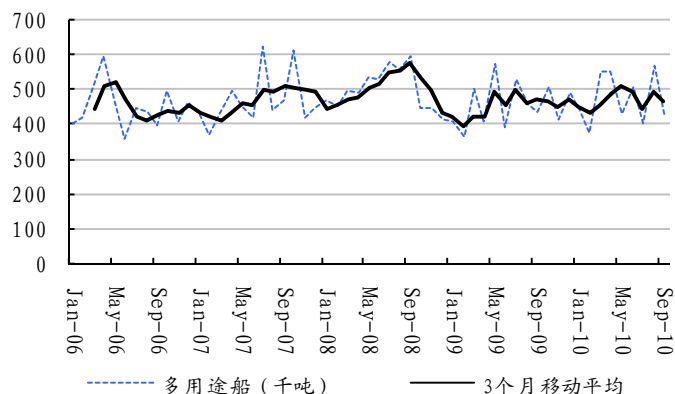
公司 1-9 月各船型运力统计

图表1: 杂货船运力持续减少导致运量萎缩

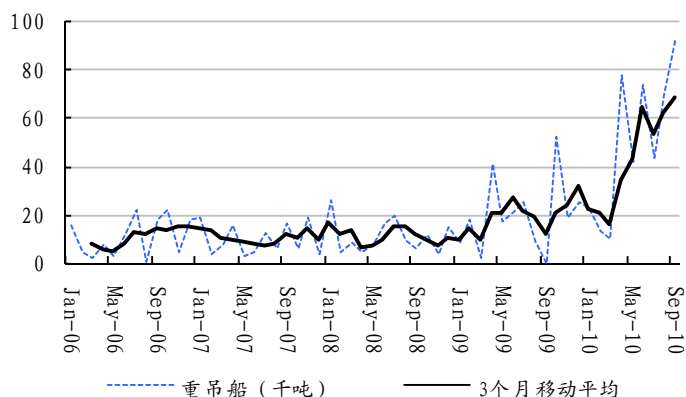


来源: 国金证券研究所, 公司资料

图表2: 3 季度多用途船运量与去年基本持平

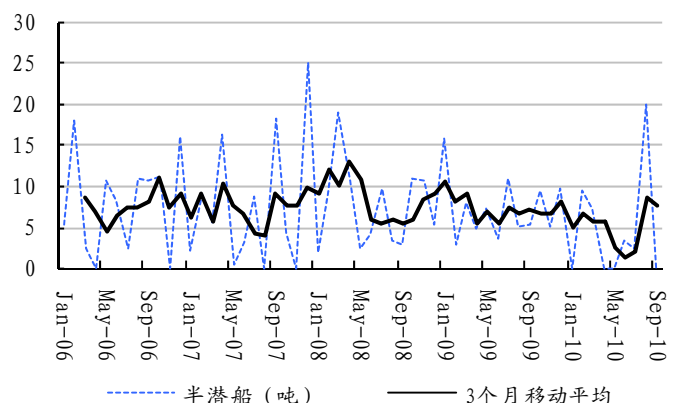


图表3: 3 季度重吊船运量环比增长 7%

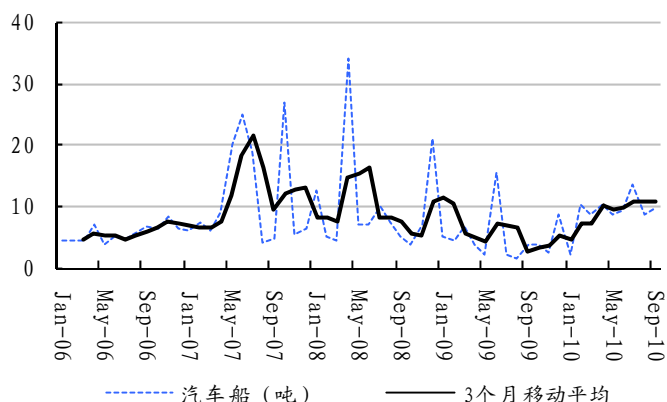


来源: 国金证券研究所, 公司资料

图表4: 半潜船运量开始好转

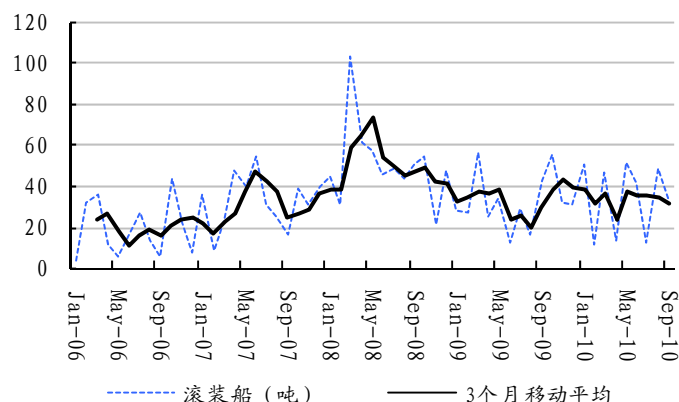


图表5: 汽车船 3 季度运量环比增长 11%



来源: 国金证券研究所, 公司资料

图表6: 滚装船 3 季度运量环比减少 11%



图表7：公司各船型盈利预测（2010E-2012E）

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
多用途船								
运力（艘）	46	47	47	49	44	45	47	55
运输量（千吨）	5654	5389	5603	6006	5471	5745	6319	6825
增长率（YOY）	28%	-5%	4%	7%	-9%	5%	10%	8%
销售收入（百万元）	2279	2317	3172	4100	2117	2470	2989	3412
增长率（YOY）	79%	2%	37%	29%	-48%	17%	21%	14%
毛利率	33%	26%	32%	34%	7%	19%	25%	27%
毛利（百万元）	760	608	1003	1386	153	469	747	921
增长率（YOY）	63%	-20%	65%	38%	-89%	206%	59%	23%
占主营业务利润比重	61%	57%	60%	68%	41%	81%	69%	59%
重吊船								
运力（艘）	4	4	4	4	5	8	12	15
运输量（千吨）	180	133	120	135	242	725	1,450	2,611
增长率（YOY）	-1%	-26%	-10%	12%	79%	200%	100%	80%
销售收入（百万元）	180	229	257	219	306	363	798	1,580
增长率（YOY）	34%	27%	12%	-15%	40%	18%	120%	98%
毛利率	47%	52%	61%	57%	38%	20%	28%	30%
毛利（百万元）	85	120	157	125	117	73	223	474
增长率（YOY）	137%	40%	32%	-20%	-7%	-38%	208%	112%
占主营业务利润比重	7%	11%	9%	6%	31%	12%	21%	30%
半潜船								
运力（艘）	3	3	3	3	2	3	4	5
运输量（千吨）	58	95	92	90	88	53	74	89
增长率（YOY）	-24%	63%	-3%	-3%	-2%	-40%	40%	20%
销售收入（百万元）	274	317	345	361	378	211	310	391
增长率（YOY）	51%	16%	9%	5%	5%	-44%	47%	26%
毛利率	50%	64%	53%	60%	50%	25%	33%	35%
毛利（百万元）	138	204	184	216	191	53	89	137
增长率（YOY）	150%	47%	-10%	17%	-12%	-72%	68%	54%
占主营业务利润比重	11%	19%	11%	11%	51%	9%	8%	9%
滚装船								
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	211	580	580
增长率（YOY）	-16%	99%	44%	289%	-37%	-47%	175%	0%
毛利率	21%	25%	24%	10%	-2%	3%	3%	3%
毛利（百万元）	12	28	38	61	-9	5	14	14
增长率（YOY）	30%	138%	37%	60%	-115%	-156%	175%	0%
占主营业务利润比重	1%	3%	2%	3%	-3%	1%	1%	1%
汽车船								
运力（艘）	4	5	5	5	3	3	3	3
运输量（千吨）	55	69	141	125	61	95	104	104
增长率（YOY）	111%	24%	106%	-11%	-51%	55%	10%	0%
销售收入（百万元）	107	193	458	275	89	190	188	188
增长率（YOY）	154%	80%	137%	-40%	-67%	112%	-1%	0%
毛利率	25%	19%	13%	13%	5%	-16%	-5%	10%
毛利（百万元）	26	38	60	36	4	-30	-9	19
增长率（YOY）	395%	43%	61%	-40%	-88%	-794%	NA	-300%
占主营业务利润比重	2%	4%	4%	2%	1%	-5%	-1%	1%
杂货船								
运力（艘）	30	23	20	20	11	8	5	0
运输量（千吨）	3584	3100	2795	3053	2225	1120	660	0
增长率（YOY）	93%	-14%	-10%	9%	-27%	-50%	-41%	0
销售收入（百万元）	845	679	845	1063	401	224	139	0
增长率（YOY）	156%	-20%	24%	26%	-62%	-44%	-38%	0
毛利率	26%	10%	28%	19%	-20%	8%	10%	0
毛利（百万元）	223	66	236	202	-80	11	14	0
增长率（YOY）	105%	-70%	258%	-14%	-140%	-114%	24%	0
占主营业务利润比重	18%	6%	14%	10%	-21%	2%	1%	0%
合计								
销售收入（百万元）	3742	3848	5238	6645	3690	3668	5003	6150
增长率（YOY）	84%	3%	36%	27%	-44%	-1%	36%	23%
毛利率	33%	28%	32%	31%	10%	16%	22%	25%
毛利（百万元）	1244	1063	1680	2027	376	581	1078	1565
增长率（YOY）	83%	-15%	58%	21%	-81%	54%	86%	45%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	5,325	6,901	3,902	3,668	5,003	6,150	货币资金	921	2,704	2,293	1,486	1,121	1,008
增长率		29.6%	-43.5%	-6.0%	36.4%	22.9%	应收款项	217	155	110	123	168	206
主营业务成本	-3,622	-4,794	-3,515	-3,088	-3,925	-4,585	存货	135	143	125	102	129	151
%销售收入	68.0%	69.5%	90.1%	84.2%	78.4%	74.6%	其他流动资产	183	186	142	156	198	231
毛利	1,704	2,107	386	581	1,078	1,565	流动资产	1,457	3,189	2,671	1,867	1,616	1,597
%销售收入	32.0%	30.5%	9.9%	15.8%	21.6%	25.4%	%总资产	29.1%	44.8%	36.5%	25.3%	20.4%	18.1%
营业税金及附加	-80	-107	-57	-33	-25	-31	长期投资	41	41	41	42	41	41
%销售收入	1.5%	1.6%	1.5%	0.9%	0.5%	0.5%	固定资产	3,503	3,887	4,599	5,447	6,262	7,151
营业费用	-24	-37	-52	-37	-50	-62	%总资产	70.0%	54.6%	62.8%	73.9%	78.9%	81.1%
%销售收入	0.5%	0.5%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	无形资产	1	3	3	12	19	25
管理费用	-202	-275	-220	-220	-250	-277	非流动资产	3,547	3,935	4,657	5,503	6,324	7,220
%销售收入	3.8%	4.0%	5.6%	6.0%	5.0%	4.5%	%总资产	70.9%	55.2%	63.5%	74.7%	79.6%	81.9%
息税前利润 (EBIT)	1,398	1,688	57	291	753	1,196	资产总计	5,004	7,125	7,328	7,370	7,940	8,816
%销售收入	26.2%	24.5%	1.5%	7.9%	15.1%	19.4%	短期借款	82	198	583	648	494	453
财务费用	-45	21	25	26	11	8	应付款项	739	761	631	530	680	800
%销售收入	0.9%	-0.3%	-0.6%	-0.7%	-0.2%	-0.1%	其他流动负债	254	275	231	271	375	488
资产减值损失	-7	4	-6	-1	0	0	流动负债	1,075	1,234	1,445	1,449	1,549	1,741
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	362	384	509	509	509	510
投资收益	12	23	5	5	5	5	其他长期负债	157	1,056	1,104	827	827	827
%税前利润	0.8%	1.3%	4.3%	1.4%	0.6%	0.4%	负债	1,595	2,674	3,058	2,785	2,885	3,079
营业利润	1,357	1,736	82	321	769	1,209	普通股股东权益	3,338	4,366	4,233	4,553	5,023	5,705
营业利润率	25.5%	25.2%	2.1%	8.7%	15.4%	19.6%	少数股东权益	71	85	37	32	32	32
营业外收支	113	-5	46	35	15	5	负债股东权益合计	5,004	7,125	7,328	7,370	7,940	8,816
税前利润	1,470	1,731	128	356	784	1,214	比率分析						
利润率	27.6%	25.1%	3.3%	9.7%	15.7%	19.7%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-379	-268	-7	-64	-157	-303	每股指标						
所得税率	25.8%	15.5%	5.1%	18.0%	20.0%	25.0%	每股收益	1.639	1.105	0.103	0.226	0.478	0.695
净利润	1,091	1,462	121	292	627	910	每股净资产	5.095	3.332	3.231	3.474	3.833	4.354
少数股东损益	17	14	-14	-5	0	0	每股经营现金净流	1.991	1.318	0.123	0.033	0.679	0.930
归属于母公司的净利润	1,074	1,448	136	297	627	910	每股股利	0.700	0.400	0.000	0.057	0.120	0.174
净利率	20.2%	21.0%	3.5%	8.1%	12.5%	14.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	32.17%	33.17%	3.20%	6.52%	12.48%	15.95%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	21.46%	20.33%	1.85%	4.03%	7.90%	10.32%
净利润	1,091	1,462	121	292	627	910	投入资本收益率	25.87%	23.43%	0.84%	3.63%	8.75%	11.92%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	154	132	150	155	188	214	主营业务收入增长率	38.38%	29.59%	-43.46%	-5.98%	36.38%	22.93%
非经营收益	-53	32	-41	-265	18	24	EBIT增长率	71.01%	20.78%	-96.60%	406.75%	158.81%	58.86%
营运资金变动	-6	51	-70	-138	57	70	净利润增长率	74.49%	34.86%	-90.64%	119.01%	111.26%	45.17%
经营活动现金净流	1,187	1,677	160	44	890	1,218	总资产增长率	19.51%	42.39%	2.86%	0.57%	7.73%	11.04%
资本开支	-741	-547	-764	-978	-994	-1,105	资产管理能力						
投资	0	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	8.5	7.9	9.1	8.0	8.0	8.0
其他	12	22	4	5	5	5	存货周转天数	18.5	10.6	13.9	12.0	12.0	12.0
投资活动现金净流	-729	-525	-760	-974	-989	-1,100	应付账款周转天数	39.5	43.6	55.9	50.0	50.0	50.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	176.5	129.0	248.3	328.5	263.8	231.8
债权募资	-96	1,232	511	65	-154	-40	偿债能力						
其他	-350	-659	-316	58	-112	-191	净负债/股东权益	-13.97%	-30.14%	-8.76%	10.86%	14.04%	13.63%
筹资活动现金净流	-446	573	196	124	-266	-231	EBIT利息保障倍数	30.8	-79.9	-2.3	-11.3	-68.8	-158.9
现金净流量	12	1,725	-405	-807	-365	-113	资产负债率	31.87%	37.52%	41.73%	37.79%	36.34%	34.92%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	0	1	1	7	12
买入	0	2	3	6	11
持有	0	0	0	3	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.67	1.71	1.74	1.75

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-05-28	买入	7.86	11.52 ~ 11.52
2 2010-07-09	买入	7.12	N/A
3 2010-08-23	买入	8.05	N/A
4 2010-10-13	买入	8.54	N/A

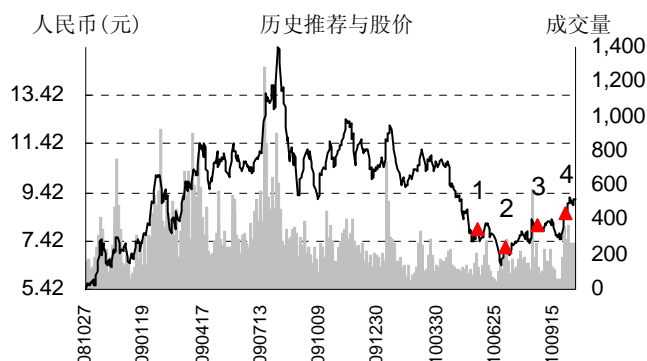
来源：国金证券研究所

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: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**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