

中远航运 (600428.SH) 水上运输行业

评级：买入 维持评级

公司点评

黄金香
分析师 SAC 执业编号：S1130210070001

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

配股造船有利于公司长期发展

事件

中远航运发布配股方案：公司计划以 5.56 元/股的价格按照每 10 股配售 3 股的比例向全体股东配售，预计本次募集资金为 21.9 亿元（按 100% 参与率 计算）。本次募集资金的投向为：1）拟将募集资金中 68,835 万元用于支付公司 2 艘 5 万吨半潜船剩余造船款项；2）拟投资不超过 33 亿元用于新建 18 艘多用途船和重吊船。如果本次配股募集资金不能满足公司项目的资金需要，公司将利用自筹资金解决不足部分；

评论

管理层支持彰显信心：本次配股将改善公司的资本结构，为后续造船计划提供资金支持。公司控股股东中远集团承诺以现金全额认购其可认配股份，管理层亦表示将全额参与，有助于提升市场信心；

低谷造船提高长期盈利能力：经过经济危机以后，造船价格大幅下降。近期船价虽然有小幅回升，但是仍处于极低的水平，公司选择在这个时间点大量建造新船将有利于：1）改善目前的船型结构，使用较新的盈利能力较好的船型取代老旧且效益不好的船型，改善总体盈利水平；2）船舶的使用年限长达 25 年，公司在目前价位造船的折旧成本将低于市场在 07 年大量建造的船舶，因此在市场竞争中将拥有成本优势，获得高于市场的盈利能力；3）中国未来高铁、风电和电力设备等高端装备的出口将日益增加，公司扩大运力规模将巩固全球特种船运输的龙头地位，多种船型将为客户提供全方位的服务，增加客户对公司的粘性；

多重因素推动未来三年盈利高增长：1）**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；2）**半潜船向高端发展：**2010 年底至 2011 年公司将有 2 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；3）**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短期内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 2011 年超过 2009 年的历史最高水平

投资建议

我们预计公司 10-11 年的 EPS（摊薄前）分别为 0.24、0.45 和 0.66 元，净利润同比增速为 127%、94% 和 44%，2010-2012 年业绩的复合增长速度为 67%；

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 19.6 和 12.5 倍。我们认为公司处于业绩高速增长期，理应给予高于行业平均的 PE 水平，给予 25 倍 2011 年 PE，目标价为 11.4 元，维持“买入”评级；

图表1: 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	2872	3634	3412
增长率 (YOY)	79%	2%	37%	29%	-48%	36%	27%	-6%
毛利率	33%	26%	32%	34%	7%	18%	22%	26%
毛利 (百万元)	760	608	1003	1386	153	517	799	887
增长率 (YOY)	63%	-20%	65%	38%	-89%	237%	55%	11%
占主营业务利润比重	61%	57%	60%	68%	41%	82%	74%	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%	22%	28%
毛利 (百万元)	85	120	157	125	117	73	176	442
增长率 (YOY)	137%	40%	32%	-20%	-7%	-38%	142%	152%
占主营业务利润比重	7%	11%	9%	6%	31%	12%	16%	29%
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%	28%	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%	8%	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	253	580	580
增长率 (YOY)	-16%	99%	44%	289%	-37%	-36%	129%	0%
毛利率	21%	25%	24%	10%	-2%	3%	3%	3%
毛利 (百万元)	12	28	38	61	-9	6	14	14
增长率 (YOY)	30%	138%	37%	60%	-115%	-167%	129%	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	4113	5648	6150
增长率 (YOY)	84%	3%	36%	27%	-44%	11%	37%	9%
毛利率	33%	28%	32%	31%	10%	15%	19%	24%
毛利 (百万元)	1244	1063	1680	2027	376	629	1082	1500
增长率 (YOY)	83%	-15%	58%	21%	-81%	67%	72%	39%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

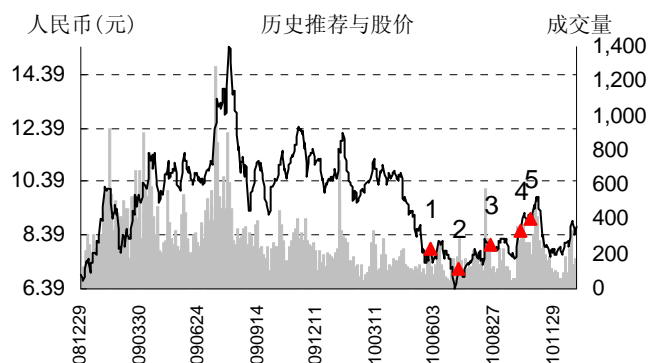
损益表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	5,325	6,901	3,902	4,113	5,648	6,150
增长率		29.6%	-43.5%	5.4%	37.3%	8.9%
主营业务成本	-3,622	-4,794	-3,515	-3,483	-4,565	-4,651
%销售收入	68.0%	69.5%	90.1%	84.7%	80.8%	75.6%
毛利	1,704	2,107	386	629	1,082	1,500
%销售收入	32.0%	30.5%	9.9%	15.3%	19.2%	24.4%
营业税金及附加	-80	-107	-57	-37	-28	-31
%销售收入	1.5%	1.6%	1.5%	0.9%	0.5%	0.5%
营业费用	-24	-37	-52	-41	-56	-62
%销售收入	0.5%	0.5%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-202	-275	-220	-247	-282	-277
%销售收入	3.8%	4.0%	5.6%	6.0%	5.0%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	1,398	1,688	57	305	715	1,131
%销售收入	26.2%	24.5%	1.5%	7.4%	12.7%	18.4%
财务费用	-45	21	25	26	13	8
%销售收入	0.9%	-0.3%	-0.6%	-0.6%	-0.2%	-0.1%
资产减值损失	-7	4	-6	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	12	23	5	5	5	5
%税前利润	0.8%	1.3%	4.3%	1.4%	0.7%	0.4%
营业利润	1,357	1,736	82	334	733	1,143
营业利润率	25.5%	25.2%	2.1%	8.1%	13.0%	18.6%
营业外收支	113	-5	46	35	15	5
税前利润	1,470	1,731	128	369	748	1,148
利润率	27.6%	25.1%	3.3%	9.0%	13.2%	18.7%
所得税	-379	-268	-7	-66	-150	-287
所得税率	25.8%	15.5%	5.1%	18.0%	20.0%	25.0%
净利润	1,091	1,462	121	303	598	861
少数股东损益	17	14	-14	-5	0	0
归属于母公司的净利润	1,074	1,448	136	308	598	861
净利率	20.2%	21.0%	3.5%	7.5%	10.6%	14.0%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1,091	1,462	121	303	598	861
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	154	132	150	155	188	214
非经营收益	-53	32	-41	-265	18	24
营运资金变动	-6	51	-70	-94	77	11
经营活动现金净流	1,187	1,677	160	99	881	1,111
资本开支	-741	-547	-764	-978	-994	-1,105
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	12	22	4	5	5	5
投资活动现金净流	-729	-525	-760	-974	-989	-1,100
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-96	1,232	511	65	-176	-1
其他	-350	-659	-316	58	-115	-184
筹资活动现金净流	-446	573	196	124	-291	-185
现金净流量	12	1,725	-405	-751	-399	-174
资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	921	2,704	2,293	1,542	1,143	969
应收款项	217	155	110	138	189	206
存货	135	143	125	115	150	153
其他流动资产	183	186	142	176	230	235
流动资产	1,457	3,189	2,671	1,971	1,713	1,563
%总资产	29.1%	44.8%	36.5%	26.4%	21.3%	17.8%
长期投资	41	41	41	42	41	41
固定资产	3,503	3,887	4,599	5,447	6,262	7,151
%总资产	70.0%	54.6%	62.8%	72.9%	77.9%	81.4%
无形资产	1	3	3	12	19	25
非流动资产	3,547	3,935	4,657	5,503	6,324	7,220
%总资产	70.9%	55.2%	63.5%	73.6%	78.7%	82.2%
资产总计	5,004	7,125	7,328	7,473	8,037	8,783
短期借款	82	198	583	648	472	470
应付款项	739	761	631	597	787	810
其他流动负债	254	275	231	299	399	478
流动负债	1,075	1,234	1,445	1,544	1,659	1,758
长期贷款	362	384	509	509	509	510
其他长期负债	157	1,056	1,104	827	827	827
负债	1,595	2,674	3,058	2,880	2,995	3,095
普通股股东权益	3,338	4,366	4,233	4,561	5,009	5,655
少数股东权益	71	85	37	32	32	32
负债股东权益合计	5,004	7,125	7,328	7,473	8,037	8,783
比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	1.639	1.105	0.103	0.235	0.456	0.657
每股净资产	5.095	3.332	3.231	3.481	3.823	4.316
每股经营现金净流	1.991	1.318	0.123	0.076	0.672	0.848
每股股利	0.700	0.400	0.000	0.059	0.114	0.164
回报率						
净资产收益率	32.17%	33.17%	3.20%	6.75%	11.94%	15.23%
总资产收益率	21.46%	20.33%	1.85%	4.12%	7.44%	9.81%
投入资本收益率	25.87%	23.43%	0.84%	3.80%	8.35%	11.31%
增长率						
主营业务收入增长率	38.38%	29.59%	-43.46%	5.41%	37.32%	8.90%
EBIT增长率	71.01%	20.78%	-96.60%	430.50%	134.87%	58.03%
净利润增长率	74.49%	34.86%	-90.64%	127.20%	94.26%	44.03%
总资产增长率	19.51%	42.39%	2.86%	1.98%	7.54%	9.28%
资产管理能力						
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	293.0	233.7	231.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.97%	-30.14%	-8.76%	9.64%	13.20%	14.73%
EBIT利息保障倍数	30.8	-79.9	-2.3	-11.9	-57.2	-140.0
资产负债率	31.87%	37.52%	41.73%	38.54%	37.27%	35.24%

来源：公司年报、国金证券研究所

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
5	2010-10-27	买入	9.02	N/A

来源：国金证券研究所



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	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室