中远航运（600428.SH）

增发募资订造特种船，特种杂货龙头企业实力大增

公司评级	买入
当前价格	8.00 元
合理价值	9.90 元
前次评级	买入
报告日期	2015-01-08

相对市场表现

分析师： 张 亮 S0260512060003
021-60750602
zl23@gf.com.cn

相关研究：

中远航运（600428.SH）：参股道达尔，盈利基础获增厚	2014-11-14
中远航运（600428.SH）：业绩同比环比均明显改善	2014-07-10
中远航运（600428.SH）：特种船实力增强，单季毛利创近三年新高	2014-04-30

事件：公司发布非公开发行预案，拟以 5.5 元/股向大股东中远集团和前海开源基金发行 4.545 亿股募资不超过 25 亿元，募资主要用来建造特种船、偿还债务和补充流动资金。

- **中远集团参与定增——支持中远航运特种船做大做强**

中远集团参与认购 2.27 亿股，锁定三年，显示中远集团扶持公司做大做强特种杂货船队的决心和信心，中远航运特种杂货龙头企业发展目标和地位稳固。

- **增发再订造特种杂货船，船队优势扩充，龙头地位巩固**

中远航运是特种杂货运输领域的龙头企业，其核心竞争力是——多样化的特种运输船队（公司目前拥有 26 艘重吊船、25 艘多用途船、4 艘半潜船、2 艘汽车船，还有沥青船和木材船）可承运“一揽子工程项目”，从钢材到机械设备再到重大件，海工设备（如钻井平台）还包括安装。

本次非公开发行募投项目是建造 2 艘半潜船(9 万吨级和 5 万吨级各一艘)和 7 艘 3.6 万 DWT 多用途船/重吊船，我们认为募投项目将显著提升公司竞争力:（1）公司目前还有 10 艘多用途船和 4 艘重吊船船龄偏大，适货能力不足，市场竞争力差，预计后续逐步淘汰。新式多用途船/重吊船投入将增强船队整体竞争实力和盈利能力。（2）公司订造大吨位半潜船（尤其是 9 万吨级）将进入更高端海工设备的运输安装领域，有利于提升公司整体竞争力。

- **“一带一路”战略实施，特种船龙头企业将大幅受益**

“一带一路”战略是我国对外开放的升级版，是继 WTO 以来的二次开放。“一带一路”建设将促进中国企业参与沿线国家基础设施建设和工程承包，以及机械设备等的出口，中远航运作为特种船运输的龙头企业，随着一带一路战略的实施推进，公司将多用途和重吊船业务发展将有更多的市场机遇。

- **预计 14-16 年业绩分别为 0.166 元/股、0.243 元/股、0.368 元/股**

我们持续看好公司的发展战略——持续更新船队，打造最具竞争优势的特种船队。随着航运市场稳步复苏和中国“一路一带”战略的稳步推进，预计公司的运价弹性将逐步爆发。考虑到公司发展前景和航运板块估值情况，我们给予公司目标价 9.9 元。

- **风险提示**

经济增速低预期；“一带一路”战略实施推进进度低预期；油价持续长期低迷导致海工市场景气度向下。

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	4872	3325	3120	3131	3319
货币资金	3814	2058	2000	2000	2000
应收及预付	772	961	832	842	992
存货	266	280	288	290	327
其他流动资产	20	26	0	0	0
非流动资产	9634	14196	14059	14258	14860
长期股权投资	62	691	691	691	691
固定资产	8656	12095	12008	12189	12883
在建工程	852	784	829	856	771
无形资产	4	330	274	266	258
其他长期资产	60	296	256	256	256
资产总计	14506	17521	17179	17390	18179
流动负债	3008	6024	5471	5896	6124
短期借款	1006	976	2304	2759	2510
应付及预收	1544	3148	2792	2814	3291
其他流动负债	459	1901	375	323	323
非流动负债	4852	4936	4822	4222	4222
长期借款	3190	4136	4136	4136	4136
应付债券	1585	600	600	0	0
其他非流动负债	77	200	87	87	87
负债合计	7860	10960	10293	10118	10346
股本	1690	1690	1690	1690	1690
资本公积	2551	2269	2269	2269	2269
留存收益	2597	2821	3085	3463	4001
归属母公司股东权	6578	6482	6804	7182	7710
少数股东权益	68	78	81	90	122
负债和股东权益	14506	17521	17179	17390	18179

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	6305	7442	7226	7384	8902
营业成本	5802	6967	6556	6558	7543
营业税金及附加	15	22	21	22	26
销售费用	0	48	47	48	58
管理费用	330	353	343	350	422
财务费用	96	204	180	197	188
资产减值损失	9	11	2	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	8	85	80	300	160
营业利润	61	-78	158	510	824
营业外收入	9	93			
营业外支出	0	0			
利润总额	69	15	378	560	874
所得税	30	-22	95	140	219
净利润	39	37	284	420	656
少数股东损益	19	4	3	8	33
归属母公司净利润	19	33	281	411	623
EBITDA	521	640	956	1143	1656
EPS（元）	0.01	0.02	0.17	0.24	0.37

现金流量表

单位：百万元

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	631	304	642	1097	1775
净利润	39	37	284	420	656
折旧摊销	363	588	696	737	803
营运资金变动	78	-356	-240	-7	238
其它	152	35	-97	-53	78
投资活动现金流	-1419	-2329	-292	-587	-1195
资本支出	-1422	-1348	-372	-887	-1355
投资变动	3	-981	80	300	160
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	820	-261	-408	-510	-580
银行借款	2026	1517	1328	456	-249
债券融资	-1074	-1616	-1513	-652	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-131	-162	-223	-314	-332
现金净增加额	32	-2286	-58	0	0
期初现金余额	3765	3814	2058	2000	2000
期末现金余额	3797	1528	2000	2000	2000

主要财务比率

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力(%)					
营业收入增长	22.1	18.0	-2.9	2.2	20.6
营业利润增长	-30.3	-227.8	303.1	222.0	61.7
归属母公司净利润增长	-87.4	70.4	760.5	46.5	51.4
获利能力（%）					
毛利率	8.0	6.4	9.3	11.2	15.3
净利率	0.6	0.5	3.9	5.7	7.4
ROE	0.3	0.5	4.1	5.7	8.1
ROIC	1.0	1.1	1.7	2.6	5.3
偿债能力					
资产负债率(%)	54.2	62.6	59.9	58.2	56.9
净负债比率	0.4	0.8	0.8	0.7	0.6
流动比率	1.62	0.55	0.57	0.53	0.54
速动比率	1.39	0.43	0.44	0.41	0.41
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.46	0.42	0.43	0.50
应收账款周转率	27.81	22.41	22.41	22.41	22.41
存货周转率	23.48	25.54	25.54	25.54	25.54
每股指标（元）					
每股收益	0.01	0.02	0.17	0.24	0.37
每股经营现金流	0.37	0.18	0.38	0.65	1.05
每股净资产	3.89	3.83	4.03	4.25	4.56
估值比率					
P/E	346.9	181.8	31.6	21.6	14.2
P/B	1.0	0.9	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	17.4	17.9	14.9	12.3	8.3

广发交通运输行业研究小组

杨志清: 首席分析师，同济大学工学博士，2014 年新财富交通运输行业最佳分析师第一名，2013 年新财富交通运输行业最佳分析师第三名，2012 年新财富交通运输行业最佳分析师第二名。2010 年进入广发证券发展研究中心。

张　亮: 资深分析师，上海交通大学管理学硕士，2014 年新财富交通运输行业最佳分析师第一名（团队)，2013 年新财富交通运输行业最佳分析师第三名（团队），2012 年新财富交通运输行业最佳分析师第二名（团队）。2010 年进入广发证券发展研究中心。

张理芃: 研究助理，中国人民大学经济学硕士，2014 年新财富交通运输行业最佳分析师第一名（团队)，2013 年新财富交通运输行业最佳分析师第三名（团队）。2013 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入: 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有: 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。

卖出: 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入: 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

谨慎增持: 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有: 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。

卖出: 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。