

交通运输

2014年08月26日

中远航运 (600428)

——2014 中报点评：2014 年上半年扭亏，剔除非经影响后大幅减亏

报告原因：有业绩公布需要点评

买入

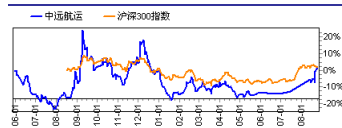
维持

市场数据:	2014年08月25日
收盘价(元)	3.88
一年内最高/最低(元)	4.6/2.86
上证指数/深证成指	2229/7935
市净率	1.0
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	6559

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年06月30日
每股净资产(元)	3.85
资产负债率%	61.47
总股本/流通A股(百万)	1690/1690
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《中远航运(600428)2013年报点评：半潜船复苏趋势有望延续》

2014/04/01

《中远航运(600428)2013年业绩快报点评：剔除非经影响后业绩基本符合预期》 2014/01/14

证券分析师

张西林 A0230512070001
zhangxl@swsresearch.com
谢平 A0230514070001
xieping@swsresearch.com

联系人

吴一凡
(8621)23297818x7469
wuyf@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	7,442	18	33	70	0.02	6.4	0.5	201	15
2014H1	3,572	-2	11	-	0.01	9.3	0.2		
2014E	7,610	2.3	41	26.2	0.02	7.3	0.6	159.3	18.7
2015E	8,685	14.1	123	198.8	0.07	7.9	1.9	53.3	16.5
2016E	8,856	2.0	162	31.9	0.10	8.6	2.4	40.4	14.8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩，“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点:

● **公司公告/新闻：**中远航运公告 2014 中报业绩，报告期公司实现营业总收入 35.72 亿元、营业利润 1504.02 万元、利润总额 2950.23 万元、归属于上市公司股东的净利润 1143.77 万元；对应基本每股收益为 0.007 元，同比增长 114.66%。

● **2014 年上半年扭亏，剔除非经影响后主业大幅减亏。**2014 年中报公司实现归属净利润 1143.77 万元，对应 EPS 为 0.007 元（2014 年中报业绩完全符合我们此前 1140 万元预期）；剔除非经损益后的公司亏损 227.84 万元，亏损幅度较去年同期和一季度均大幅减小。非经损益项目主要为老旧船舶处置收益，报告期公司处置 4 艘老旧多用途船，对应处置收益为 1299.11 万元。由于可用运力减少、航运经营规模下降公司报告期营业收入同比下降 1.60%至 35.72 亿元。

● **营业利润逐季改善趋势明显，除重吊船和沥青船外其他各船型期租水平平均同比改善。**（1）初步测算最近四个季度的营业利润金额分别为-3531 万元（2013Q3）、3461 万元（2013Q4）、-892 万元（2014Q1）和 2396 万元（2014Q2），其中 2013 年三季度和四季度主要是受辞退福利金影响。若剔除此影响，我们直接观测近 4 个季度的毛利则可以更直接的发现经营改善的趋势：1.20 亿元、1.18 亿元、1.56 亿元和 1.77 亿元。（2）报告期除重吊船期租水平同比下降 13.11%至 11078.06 美元/天、沥青船期租水平同比下降 2.06%至 11128.63 美元/天外，其他船型 TGE 水平均有 10%以上的回升，其中木材船和半潜船分别同比回升 35.76%和 18.02%幅度最大。半潜船强势复苏与我们年初预期一致。

● **看好航运业底部确认逐步复苏的趋势，维持“买入”评级。**我们预计将 2014-2016 年可实现归属净利为 4100 万元、1.23 亿元和 1.62 亿元，对应基本每股收益为 0.02 元、0.07 元和 0.10 元。公司最新每股净资产为 3.85 元，对应最新股价的 PB 为 1.0X。我们看好航运业底部确认逐步复苏的趋势，考虑公司目前 PB 估值处于历史较低水平，维持“买入”评级。

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

合并损益表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	7,690	7,442	7,610	8,685	8,856
半潜船租期收入	245	301	309	324	324
重吊船+多用途船+汽车船期租	1,568	1,143	1,203	1,309	1,444
沥青船租期收入	0	348	287	301	301
木材船租期收入	0	187	201	221	221
航次成本	5,877	5,462	5,610	6,529	6,565
营业总成本	7,748	7,605	7,616	8,575	8,666
营业成本	7,010	6,967	7,052	7,997	8,095
燃料费	2,131	2,409	2,468	2,760	2,760
港口使费	1,237	1,372	1,390	1,865	1,877
折旧及利息	362	563	597	584	588
员工工资	851	1,421	1,478	1,537	1,599
其他	2,429	1,201	1,120	1,251	1,271
营业税金及附加	30	22	22	26	26
销售费用	49	48	49	56	57
管理费用	528	353	361	412	420
财务费用	118	204	131	80	67
资产减值损失	12	11	0	5	1
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	77	85	0	0	0
营业利润	19	-78	-5	110	190
营业外收支	14	93	85	128	124
利润总额	33	15	80	238	314
所得税	82	-22	25	74	97
净利润	-49	37	55	164	216
少数股东损益	17	4	14	41	54
归属于母公司所有者的净利润	-66	33	41	123	162

资料来源:申万研究

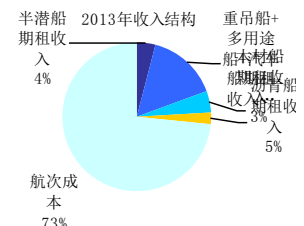
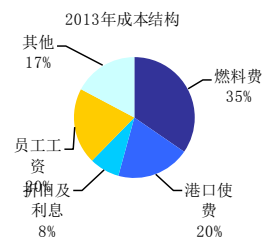
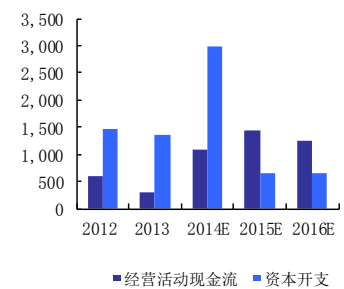
合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	-49	37	55	164	216
加: 折旧摊销减值	547	599	872	904	927
财务费用	175	211	131	80	67
非经营损失	-52	-133	0	0	0
营运资本变动	6	-350	23	301	28
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	607	304	1,081	1,449	1,238
资本开支	1,464	1,348	2,979	650	650
其它投资现金流	96	-981	0	0	0
投资活动现金流	-1,368	-2,329	-2,979	-650	-650
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	964	-98	4,229	-720	-521
支付股利、利息	163	132	131	80	67
其它融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	801	-231	4,098	-799	-588
净现金流	51	-2,286	2,200	0	0

资料来源:申万研究

关键假设

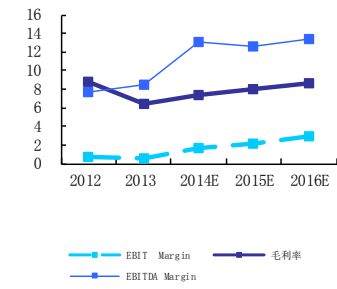
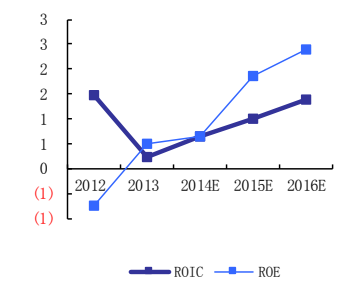
	2013	2014E	2015E	2016E
半潜船	27%	5%	5%	0%
多用途船	-12%	10%	10%	10%
沥青船	14%	5%	5%	0%
汽车船	-18%	10%	5%	0%
木材船	-27%	10%	10%	0%
重吊船	-10%	10%	10%	10%
新加坡CST380	618	618	618	618

收入结构

成本结构

资本开支与经营活动现金流


合并资产负债表

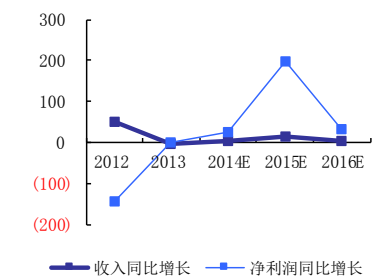
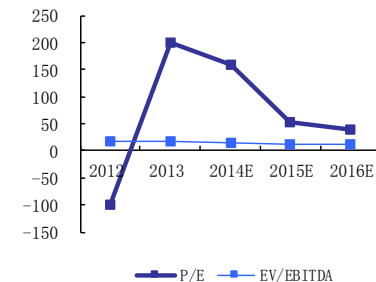
百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	5,700	3,325	5,538	5,634	5,647
现金及等价物	4,338	2,058	4,258	4,258	4,258
应收款项	1,021	967	976	1,034	1,043
存货净额	341	280	284	322	326
其他流动资产	0	20	20	20	20
长期投资	658	691	691	691	691
固定资产	12,301	12,880	15,225	14,991	14,730
无形资产及其他资产	501	626	386	371	357
资产总计	19,159	17,521	21,841	21,688	21,425
流动负债	3,945	6,024	10,713	10,818	10,762
短期借款	1,647	2,840	7,492	7,195	7,097
应付款项	2,040	2,970	3,006	3,409	3,451
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	6,388	4,936	4,513	4,090	3,667
负债合计	10,333	10,960	15,225	14,908	14,429
股本	1,690	1,690	1,690	1,690	1,690
资本公积	4,488	2,269	2,269	2,269	2,269
盈余公积	801	801	801	801	801
未分配利润	1,772	1,723	1,764	1,887	2,049
少数股东权益	74	78	92	133	187
股东权益	8,826	6,561	6,616	6,780	6,996
负债和股东权益合计	19,159	17,521	21,841	21,688	21,425

资料来源:申万研究

经营利润率(%)

投资回报率趋势(%)

重要财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标(元)					
每股收益	-0.04	0.02	0.02	0.07	0.10
每股经营现金流	0.36	0.18	0.64	0.86	0.73
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	5.18	3.83	3.86	3.93	4.03
关键运营指标(%)					
ROIC	1.5	0.2	0.6	1.0	1.4
ROE	(0.8)	0.5	0.6	1.9	2.4
毛利率	8.8	6.4	7.3	7.9	8.6
EBITDA Margin	7.7	8.5	13.1	12.5	13.4
EBIT Margin	0.8	0.5	1.6	2.2	2.9
收入同比增长	48.9	(3.2)	2.3	14.1	2.0
净利润同比增长	(143.7)	#VALUE!	26.2	198.8	31.9
资产负债率	53.9	62.6	69.7	68.7	67.3
净资产周转率	0.88	1.15	1.17	1.31	1.30
总资产周转率	0.40	0.42	0.35	0.40	0.41
有效税率	(189.0)	31.0	31.0	31.0	31.0
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	-98.7	201.0	159.3	53.3	40.4
P/B	0.7	1.0	1.0	1.0	1.0
EV/Sale	1.3	1.6	1.8	1.5	1.4
EV/EBITDA	16.2	18.5	13.7	12.0	10.6

资料来源:申万研究

收入与利润增长趋势(%)

相对估值(倍)


信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。