

# 中远航运（600428）调研简报

罗 雄  
0755-82940797  
[luox@ccs.com.cn](mailto:luox@ccs.com.cn)

**调研方式** 单独拜访了公司财务总监、董秘、企业发展部

**调研对象** 主要和董秘薛俊东和投资发展部田明大，就公司各方面情况进行了探讨

## 快讯要点

1. **公司印象**。谈两个在公司注意到的细节：1、公司人员相对精简，没有秘书岗位，2、名片为单面设计，成本更低。公司总部给人印象，整体气氛融洽，机构设置较为简练。

2. **关于股权分置改革**：公司股改方案已经上报集团，但尚未批复，预计将采用较为简洁的送股方式。

### 3. 对公司所处细分市场的探讨：

- **公司主要经营的杂货业务处于航运的细分市场，具有相对独立性**：随着航运业多年的发展，专业化标准化程度日益提高。大部分如铁矿石、煤、粮食等大宗散货采用大型散货船运输，绝大部分其他货物逐步采用了集装箱方式运输。（这里不讨论油和汽）但市场总是存在那些难以装箱而用散货船装载又不经济的货物，必须采用杂货船运输。可以说，这是一块在集装箱和散货夹缝中的特殊市场。公司主要经营的杂货业务并非是当前航运市场的主流。该部分市场在整个航运市场中所占的比例在逐步缩小，但绝对量仍逐年有所增长。
- **杂货货源占总航运市场的比例在缩小，但绝对值仍在增长**。这是一块被主流航运业忽略的市场，市场容量不大。主要运载难以用装箱装载的特种货物、工程物件等，由于运输货物的非标准化，因此对综合管理和排货装船的经验要求较高。
- **杂货船运力供给状况**。该市场几乎是被整个航运界遗忘的市场，船台上新造船舶较少。而同时又有相当量的老旧船只淘汰，可以预见的是未来几年内杂货船运力增长远小于其他船型，对公司较为有利。
- **特种船市场相对更为封闭，竞争不激烈**。特种船市场为杂货市场中的一部分，在目前的全球特种运输市场，公司竞争对手主要是一家欧洲的船公司，但目前两者之间基本相安无事，少有竞争。公司主要经营由亚洲出发到非洲、中东等不发达地区的航线，对手主要经营由欧洲到不发达地区的航线。而目前世界上基本还没有其他公司经营类似货种的运输。而其他公司如果要进入这个市场的话，确实也面临货源总量不足和管理经验不够。
- **散货船和杂货物船的差异**。散货船为筒仓式结构，而杂货船为隔仓式结构。散货船一般在 3 万吨以上，最小的灵便型也在 3 到 5 万吨；而杂货船一般在 3 万吨以下。

- **杂货市场和散货物市场、集装箱市场差异。**公司和散货市场、集装箱市场基本不重叠，只是和散货船中的灵便型船有小部分重叠。但灵便型散货船，由于其是筒仓结构，在装载杂货时并不经济。只有在干散货市场出现大的萧条的情况下（BDI1000点左右），才可能出现某些散货船饥不择食的情况。
- **公司经营状况和 BDI 指数的关系。**BDI 是散货指数，和公司运输的杂货并无直接关系。但 BDI 的波动对杂货运输供需双方的价格谈判构成心理影响。另外如果干散货市场出现大的萧条的情况下，则也可能出现小型灵便船过来抢货的现象。目前我们判断 BDI 回落后也能维持在 2000 点左右水平，应该说对公司经营影响不大。
- **公司定价机制。**和部分客户有长期合同，约占收入的 50%以上，该部分收入较为稳定。公司业务主要是非标准化的单一合同运输方式，和散货、集装箱标准化的单位货物计费方式不同。公司是根据装载标运输的难度，标的的价值等因素综合定价。因此运输单价的确定很难有明确的参照。
- **运力扩张计划。**公司正在对以后的运力扩张进行规划。并设计了以后的新船型，以期适应细分市场未来的竞争。但鉴于目前造船市场的火爆情况，造价过高，公司暂无具体的建造计划。**公司看好汽车船的发展。**有意进行进一步投入。但尚无具体订购计划。

从以上的探讨分析，我们认为，公司业务在航运业不出现大萧条的情况下，业务能基本保持稳定。但在没有新运力投放的情况下，公司也难以维持持续增长。

4. **公司业绩变化趋势，公司 05 年高速增长已成定局，但 06 年增长乏力。**由于公司采用一单一议，以及长期合同的合作方式。因此，在收入确认上，公司具有一定的操控能力。预计公司 05 年业绩能达到 1 元/股左右。但 06 年后增长乏力，在航运业不出现不出现大萧条的情况下，公司在 06 年能基本维持 05 年赢利水平。
5. **公司成立的香港公司可能会成为公司未来资产购置的平台。**主要目的是在采购物资时可以享受香港自由港的税收优惠。
6. **治理机构和信息披露。**公司对投资者工作，较为重视，公司经营较为透明。
7. **燃油成本。**公司燃油成本上升基本和市场燃油价格上涨同步，对公司经营构成一定压力。
8. **人民币升值影响。**从目前公司的收入结构来看，公司外汇收入约占总收入的 90%左右，在加上价值 40000 万元左右的外币净负债，人民币升值 2%后，05 年公司的每股收益预测（主要包括收入损失和资产汇兑收益）较原先预测减少 0.025 元。**影响幅度为-2.6%左右。**
9. **未来市场机会所在：对于周期性公司的价值重估是未来的最大机会，但短期来看，股价下跌后的反弹仍是主要机会**

**投资机会：**市场对于周期性公司的价值重估，是 A 股市场未来一段时间可能存在的较大机会。我们认为国内市场对于钢铁、石化、航运等周期性行业公司普遍给予了极低的估值。我们采用折现自由现金流对公司估值时，采用了较为保守的预测和较高的折现率，依然显示公司价值高于当前股价。因此，我们认为公司的市场

价格低估了其真实价值。随着市场资金面等因素的变化，周期性公司的股价存在一定的价值回归机会，目前所缺少的就是市场契机。但目前我们仍看不到这种契机的来临，投资者仍需等待。**短期机会：**股价的下跌后，以及未来公司股权分置方案的出台，可能导致公司股价有一定的反弹。

**附：招商证券公司投资评级**

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 ±10%之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

**附：招商证券行业投资评级**

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

**重要说明**

本报告只是对调研公司的快速反应，具体内容和数据请参看正式报告。其中的信息为调研所得，报告中的内容和意见仅供参考。本邮件可能包含机密信息，只派发给特定的用户。任何更改或以任何方式传播、复制或派发此邮件内容的行为都被禁止。如果阁下错误收到本邮件，请及时与发信人联系，并删除所有电脑、磁盘或其他存储媒介中含有的本邮件内容。因使用或依赖本邮件或其内容而导致的任何直接或间接损失，招商证券不承担任何责任。