



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦

2009年7月13日

航运业

研究部

杨鑫, CFA

分析员

yangxin@cicc.com.cn

聂迪中

联系人

niedz@cicc.com.cn

上调评级至中性

中海集运(601866.CH)

最差时刻已过, 旺季提价带来交易机会

主要财务信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	30,908	39,357	35,110	27,351	35,070
(+/-%)	8.0	27.3	(10.8)	(22.1)	28.2
营业毛利	1,901	5,207	1,169	(2719)	1,335
(+/-%)	(61.3)	173.9	(77.5)	(332.5)	(149.1)
营业利润	894	3,900	104	(3600)	389
(+/-%)	(77.6)	336.4	(97.3)	(3564.9)	(110.8)
净利润	669	3,290	131	(3332)	421
(+/-%)	(80.2)	391.6	(96.0)	(2651.6)	(112.6)
每股收益(元)	0.07	0.28	0.01	(0.29)	0.04
(+/-%)	(74.4)	280.5	(96.0)	(2651.6)	(112.6)
市净率-A	1.7	1.5	1.7	1.9	1.9
市净率-H	0.7	0.6	0.6	0.7	0.8
净负债权益比(%)	27.4	(24.5)	(3.0)	17.2	19.0
资产收益率(%)	2.2	6.2	0.3	(7.0)	0.9
净资产收益率(%)	4.1	9.4	0.4	(11.8)	1.5
股息收益率(%)	0.0	3.3	0.0	0.0	0.0

股票信息

H股	股票代码	A股
2866.HK	601866.CH	
HK\$2.00	当前股价	Rmb4.58
HK\$2.60	目标价	n.a
49.1	日成交量(百万股)	109.4
HK\$3.19/0.65	52周最高价/最低价	Rmb5.14/2.36
3,751	流通股(百万股)	2,337
	总股本(百万股)	11,683
7,502	总市值(百万港币/人民币)	36,329
	主要股东(持股比例)	中海集团(集团)公司(47.89%)

最近股价走势

	近一周	一个月	三个月	年初至今
601866.CH	+2.69	+6.51	+8.02	+72.83
上证综指	+0.83	+10.57	+27.40	+71.02
A股中金航运指数	+3.59	+5.69	+16.33	+80.04

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

8/19/2009 09年中期业绩报告

投资提示:

我们认为集运行业最差时刻已经过去, 下半年起将出现缓慢的复苏过程, 而公司估值相对合理, 下跌空间有限, 我们将其A股和H股投资评级由“减持”上调至“中性”。同时, 我们认为三季度旺季中船东的联合提价, 下半年外贸出口数据的陆续好转均有利于集运行业, 并提示中海集运A股和H股的交易性机会。

理由:

我们认为集运行业下半年起将缓慢复苏的理由主要包括: 1) 由于欧美消费最坏时刻已经过去, 中国下半年出口趋势将有好转, 因此我们认为中国集装箱吞吐量将有所向好, 集运需求也将不断恢复。2) 集运运力过剩现象并不如之前想象的严重, 这意味着供给压力将低于预期。3) 在供求关系有所好转的背景下, 集运运价将在下半年见底回升。

近期和未来船东不断上调运价的行为、下半年减亏、外贸数据的好转都将成为推动股价的催化剂。

估值:

中海集运H股目前估值相当于09年底0.7倍的市净率, 与国际集运公司整体估值相当。我们认为最差时刻已过, 预计未来集运行业中海集运估值下行空间有限, 加之2010年底前公司扭亏可能性较大, 暂给于中海集运H股2.6港币的目标价, 对应2010年底约1倍市净率。同时我们将评级由“减持”上调至“中性”, 并提示交易性机会。

中海集运A股估值目前相当于09年底1.9倍的市净率, 处于航运板块低端, 基于集运行业向好的预期, 我们也将评级由“减持”上调至“中性”。由于航运板块近期涨幅滞后, 我们同样提示“补涨”的机会。

风险:

我们观点的主要风险在于: 1) 大盘整体估值回调的风险; 2) 中国出口在恢复过程中出现波动和反复; 3) 短期内BDI下跌对于航运板块整体估值的拖累; 4) 半年报业绩继续亏损带来的业绩风险。

集运行业回顾：运价继续下探的空间非常有限

截至 6 月底，集运运价已经跌至 1993 年以来的历史最低点。以中国出口集装箱综合运价指数为例：指数从 08 年 2 月的 1202 点持续下跌至 09 年 6 月底的 763 点，累计跌幅高达 37%。以 Clarkson 统计的全球集装箱船期租运价指数为例：指数从 07 年 10 月的 116 点持续下跌至 09 年 6 月的 34 点，累计跌幅达 71%。上述两个指数都在 6 月份创出了历史低点。

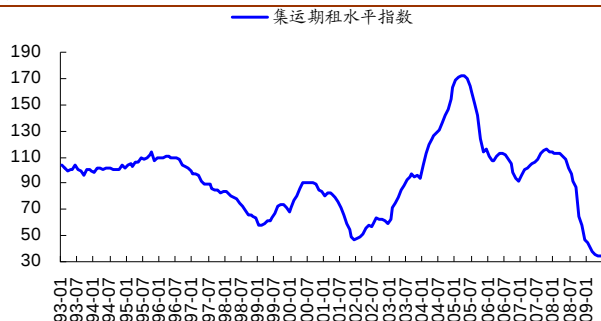
集运运价在 7 月初显现小幅反弹。7 月 10 日中国出口集装箱综合运价指数连续两周出现反弹，其中欧洲和地中海航线两周分别累计反弹了 9.1% 和 14.7%。

图表 1：中国出口集装箱综合运价指数



资料来源：中华航运网、中金公司研究部

图表 2：全球集运期租运价指数



资料来源：Clarkson、中金公司研究部

在运价大幅下跌的背景下，集运行业在 08 年下半年出现全行业亏损。以中国唯一的集运上市公司中海集运为例，公司在今年一季度的毛利率（亏损）仅有 -28%，为 04 年 H 股上市以来最低水平。

基于中国出口见底、欧美经济企稳以及运力过剩现象好于预期的判断，我们认为运价继续下跌的空间非常有限，下半年起将出现缓慢复苏。

图表 3：中海集运历史上的毛利率水平



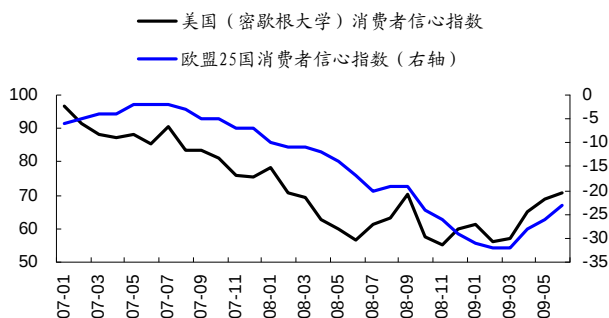
资料来源：公司信息、中金公司研究部

需求：集装箱量下半年起将缓慢好转

从全球集运业的需求面来看，我们认为下半年行业需求将出现缓慢好转的趋势。全球集装箱船队承运的主要货种是纺织服装和机械设备等产成品，这些产品主要的出口国是中国等新兴经济体，主要进口国是欧美等发达经济体，因此集运需求与中国出口和欧美消费息息相关。我们认为下半年中国出口的好转以及欧美经济的企稳将推动集装箱运输的需求出现好转：

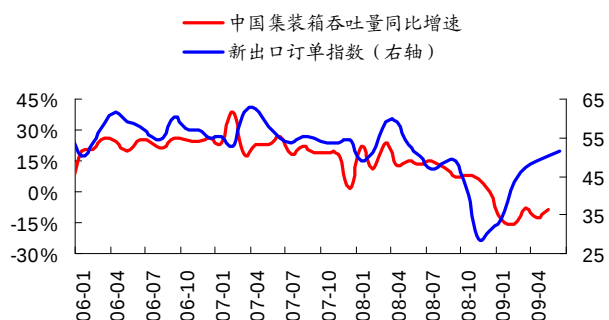
- 欧美消费下半年将企稳：**宏观研究员认为，欧美经济虽然仍然孱弱，但是房地产市场的恢复、消费者信心的回升等等现象都至少反映出欧美经济的最坏时刻即将过去。以美国和欧洲的消费者信心指数为例，二者分别自金融危机爆发后最低的 55.3 点和 -32 点反弹至 6 月份的 70.8 点和 -23 点（图表 4）。欧美经济企稳将支撑中国出口下半年的好转。
- 中国出口下半年起将出现好转趋势：**宏观研究员认为 09 年下半年中国出口有望实现好转趋势，同比降幅将逐步收窄，虽然在此过程中仍会出现反复，但好转的趋势已确立。从领先指标来看，中国出口新订单指数今年以来持续反弹，在 5 月和 6 月已连续两个月站在了 50 点的临界线以上（图表 5），也进一步印证了下半年出口趋势性好转的判断。根据中金宏观组的预测，09 年下半年出口的同比增速将上半年的 -13% 回升至 -11%，而 2010 年进一步回升至 +4%。
- 中国出口的好转必然伴随着集装箱吞吐量的增长：**由于中国出口货物多由集装箱船承运，因此下半年集装箱吞吐量也将出现缓慢恢复。根据历史数据，中国出口额和集装箱吞吐量之间的相关性高达 0.98 以上（图表 6）。
- 中国集装箱吞吐量可以代表全球集运贸易的走势：**根据历史数据，中国集装箱吞吐量与全球集装箱贸易量之间的相关性高达 0.99 以上（图表 7）。由于中国作为世界工厂地位的不断强化，中国集装箱吞吐量很大程度上可以作为全球集运贸易的晴雨表。

图表 4: 欧美消费者信心指数回升



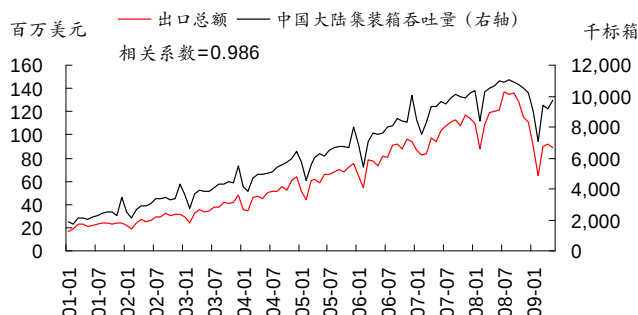
资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

图表 5: 中国出口新订单指数领先指标持续回升



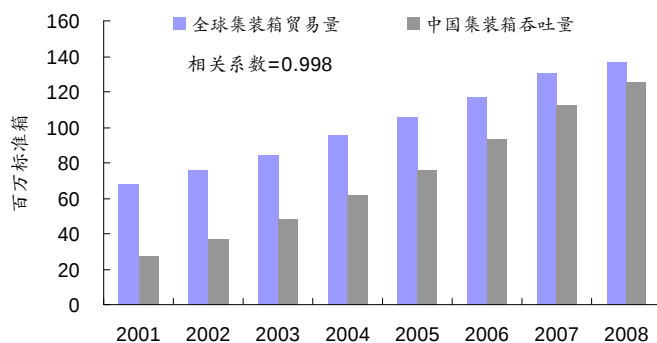
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 6: 中国集装箱吞吐量和出口额之间的相关性较高



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 7: 中国集装箱吞吐量与全球集运贸易量的相关性



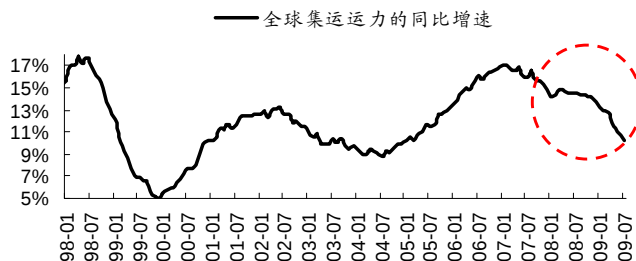
资料来源: CEIC、Clarkson、中金公司研究部

供给: 供给压力仍在, 但运力增长将低于预期

在供给方面: 虽然我们还是认为运力供给过剩的问题短期内还无法扭转, 但其严重程度或许并不如我们之前的预计严重。我们预计运力扩张将温和放缓, 这将有利于未来集运市场的恢复。截至 6 月底, 集装箱船队运力扩张速度同比为 9.66%, 比 07 年 5 月时 16.44% 的增速已经大大放缓 (图表 8)。

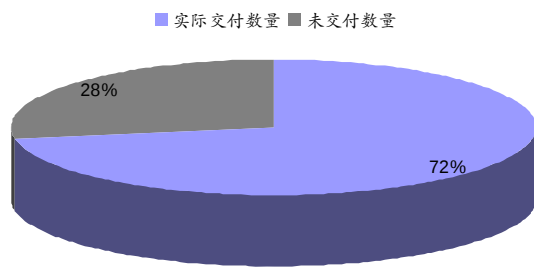
- 集运船东对于新船订单的取消和延期现象多于之前的预期, 这将使得未来投入市场的新船数量低于之前预计。我们将 Clarkson 统计的订单数据进行分析, 发现在 09 年初对上半年估计的新船交付数量中, 约有 28% 未能按期交付 (图表 9)。而我们和市场并没有充分注意到集装箱船未能交付的比例也已偏高, 而只是更多的关注了干散货造船订单毁单和延期的情况。由于整个集运行业在低谷时间已经较长, 船东亏损面较广, 我们预计在行业恢复的过程中, 仍会有相当数量的造船订单被延期或取消。我们暂时预计 2010 年前将要交付的新船中有 25% 不能按时交付。
- 连续 8 个月没有船东有新船建造计划, 目前订单上的运力占已有运力的比例已经持续降低, 将使得市场对未来集运运力扩张的担忧逐步减轻。根据 Clarkson 统计, 自 08 年 11 月以来至今全球连续 8 个月没有一笔新造船订单签订 (图表 10)。除了连续没有新造订单以外, 由于手持订单的不断取消以及新船的交付, 目前全球集运订单运力占现有运力已经从 07 年 11 月初的 61.4% 持续下降到目前的 43.0% (图表 11)。
- 集运行业的集中度高于其它航运子行业, 因此集运船东通过行业自律来控制运力过快增长的措施将更容易执行。根据 Clarkson 统计, 目前集运业前 10 大、前 20 大和前 50 大船东的自有船市场占有率分别为 34%、52% 和 77% (图表 12), 明显高于干散货航运和油轮运输业。较高的行业集中度有利于行业主要参与者达成一致。目前集运封存的运力占到已有运力的 10% 左右。

图表 8: 对于集装箱船订单实际交付比率的估计



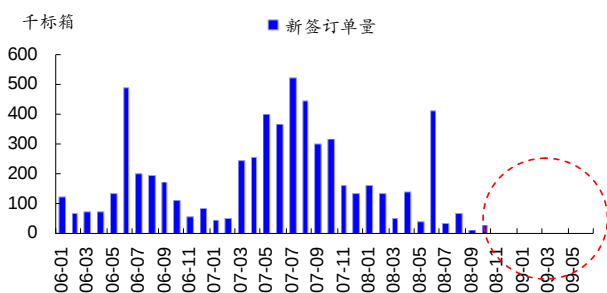
资料来源: Clarkson、中金公司研究部

图表 9：对于集装箱船订单实际交付比率的估计



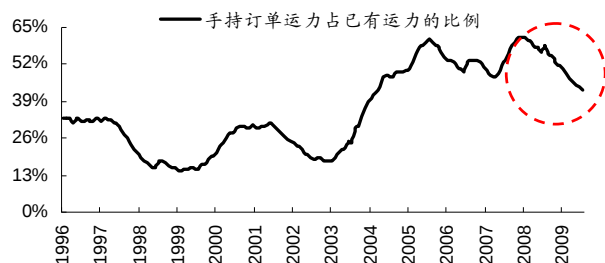
资料来源：Clarkson、中金公司研究部

图表 10：全球新造集装箱船订单的签订数量



资料来源：Clarkson、中金公司研究部

图表 11：手持订单运力占目前运力的比例



资料来源：Clarkson、中金公司研究部

图表 12：集运行业集中度较高

运力占有率	前10	前20	前50
干散货船	20%	26%	38%
油轮	18%	29%	50%
集装箱船	34%	52%	77%

资料来源：Clarkson、中金公司研究部

运价：缓慢复苏或可期

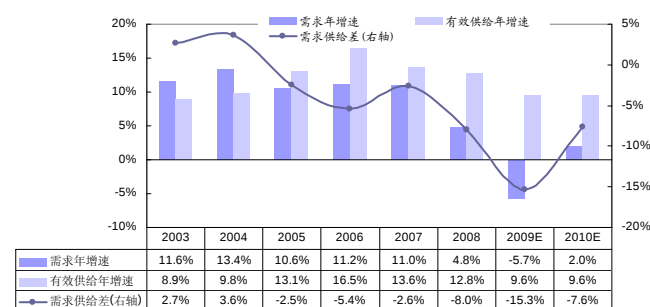
基于对出口和集运需求下半年将有好转趋势，以及运力供给速度低于之前预期的判断，我们认为集运运价将有望在下半年触底，并可能呈现出缓慢复苏的趋势。

参考 Clarkson 对于集装箱贸易量和船队数据的统计，我

们目前预计 09 年全年行业需求下滑 5.7%，行业供给增长 9.6%，供过于求的缺口高达 15.3%。但是 2010 年需求增速有望出现 2.0% 的同比增长，而运力扩张则有望维持在 9.6%，供过于求的缺口将有望缩小至 7.6%（图表 13）。我们将全球集装箱船期租运价指数与供求缺口的数据进行分析，发现二者相关系数高达 0.747（图表 14）。因此我们相信 2010 年供求关系的向好有利于集运运价的恢复。

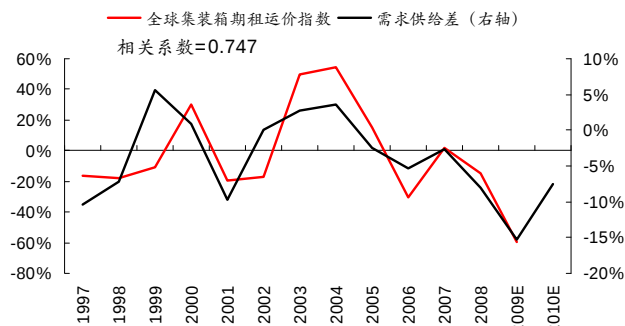
需要说明的是，虽然我们并非认为集运行业能实现快速反转并且马上由亏转盈；但是我们现在相信行业供求关系最差的时刻已经过去，即使在复苏过程中有所反复，但下半年行业触底并缓慢复苏的趋势应已确立。

图表 13：全球集运行业供求关系预测



资料来源：Clarkson、中金公司研究部

图表 14：全球集运期租水平和需求供给缺口的相关性高



资料来源：Clarkson、中金公司研究部

三季度旺季提价形成利好因素

根据彭博资讯和金融时报等方面报道，12 家集装箱航运公司在自愿的基础上联合提高中国至美国航线的运价，自 7 月起开始实施，涨价幅度约 50%，并会征收燃油附加费和旺季附加费。

我们与船东进行了沟通，包括中海在内的船东近期已经陆续出现上调运价的行为，其中欧洲和地中海航线的运价近一两周已经出现明显回升，美洲航线还存在下行的可能。整体而言，船东认为本次运价提价的效果将好于上半年。

我们也认为此次提价效果和可持续性将好于上次 4 月份进行的调价，这主要是因为我们认为今年下半年外围经济已经好于年初时的情况，行业供求关系将好于上半年，

而且三季度也是集运的旺季，也将利于本次运价效果的维持。目前欧洲和地中海航线的舱位利用率达到 95% 以上，美洲航线也达到 90% 左右。由于欧美主要航线货量相对充足，船东提价信心较高，我们估计，即使提价之后价格也可能会有所回调，但是回调后的运价最终仍将高于调价之前的水平。

中海集运业绩亏损将逐步减少

公司一季度的每股收益仅-0.10 元，预计二季度亏损额没有减少甚至有所扩大，但是三四季度的亏损将小于一二季度。而我们乐观预计 2010 年公司能够实现盈利，超出市场预期。

具体来看：由于上半年运价降至历史低点低于我们预期，我们将公司 09 每股收益调整至-0.29 元，而基于行业向好的判断上调 2010 年每股收益至+0.04 元。

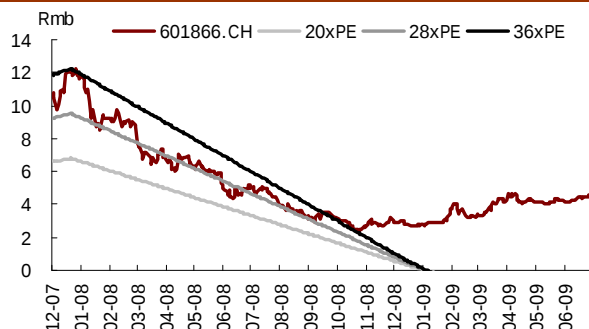
较高的运价敏感性有可能带来业绩的超预期

由于集运行业毛利较低，中海集运相对于运价的敏感性较高。如果运价每提高 1%，公司 09 年业绩能提高 8%（图表 20）。而由于利润率偏低，2010 年业绩相对于运价的弹性高达 80：1。因此，如果行业运价持续改善，中海集运的减亏幅度将超出市场预期。

估值优势已显现，将 A 股和 H 股评级从“减持”至“中性”

目前中海集运 H 股对应 09 年的市净率为 0.7 倍，与国际集运可比公司相当。我们认为最差时刻已过，未来集运行业中海集运估值下行空间有限，而 2010 年底扭亏为盈的可能性较大，暂给予中海集运 H 股 2.6 港币的目

图表 15：中海集运 A 股历史估值



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

标价，对应 2010 年底约 1 倍市净率。该目标价相对于目前的股价存在 30% 的上升空间。同时我们将评级由“减持”上调至“中性”。

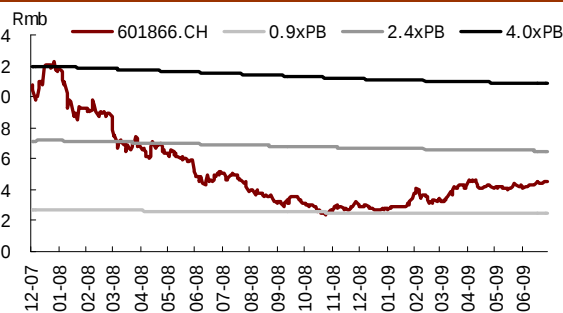
对于 A 股，目前 1.9 倍的 09 年市净率在航运板块处于低端，基于行业在下半年行业缓慢复苏的判断，将其评级由“减持”上调至“中性”。

另外，我们认为前期 BDI 的下跌拖累了航运板块的表现，虽然中海集运主业与干散货和 BDI 无关，但前期的表现也不可避免的受到了板块的拖累。而随着 BDI 逐步下跌至阶段性底部，再加上我们认为三季度旺季中船东的联合提价，下半年外贸出口数据的陆续好转均有利于集运行业，所以我们提示中海集运 A 股和 H 股的交易性机会。

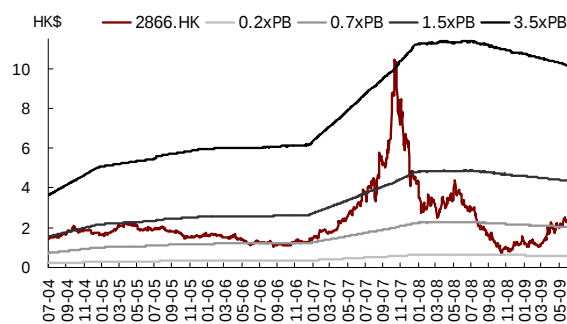
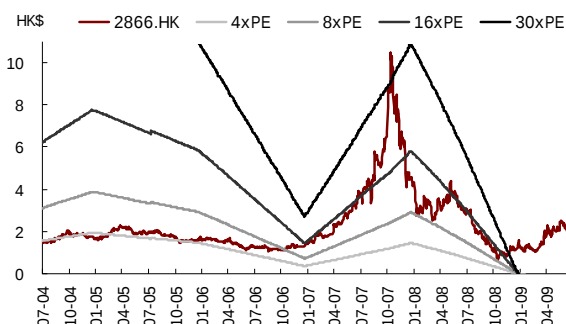
风险

我们投资建议的主要风险在于：

- 虽然中国出口最坏时刻已经过去，长期来看向好趋势较为确定，但是在此过程中也会出现反复和波动，出口数据的反复将可能使得股价出现短期波动；
- 近期 BDI（干散货运价指数）的下探将给航运板块带来下调压力，中海集运虽然业务与干散货无关，但也可能受到整个板块下调的拖累；
- 二季度公司仍将出现较为明显的亏损，半年报业绩公布有可能带来股价波动；
- 大盘估值回调的风险。



图表 16：中海集运 H 股历史估值



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

图表 17：A 股航运公司估值

国内 A 股公司	公司股票代码	评级	股价	每股收益			市盈率			市净率			净资产收益率 (%)			股息率 (%)		
				2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
中海发展*	600026 CH Equity	审慎推荐	14.01	1.58	0.56	0.57	8.9	25.1	24.4	2.2	2.1	2.0	25.2	8.6	8.2	2.1	0.8	0.8
中远航运*	600428 CH Equity	中性	11.14	1.11	0.42	0.44	10.1	26.2	25.4	3.3	3.0	2.8	33.2	11.6	10.9	2.0	0.8	0.8
长航油运*	600087 CH Equity	审慎推荐	6.43	0.37	0.20	0.37	17.4	32.6	17.3	2.3	2.2	2.0	13.2	6.8	11.4	1.6	-	1.7
中国远洋*	601919 CH Equity	中性	14.69	1.06	(0.18)	0.15	13.9	n.a	n.a	2.9	3.2	3.1	20.8	(3.8)	3.1	2.0	-	-
招商轮船*	601872 CH Equity	中性	6.26	0.36	0.19	0.27	17.4	33.0	23.3	2.3	2.2	2.0	13.1	6.6	8.6	1.7	0.4	0.6
中海集运*	601866 CH Equity	中性	4.58	0.01	(0.29)	0.04	n.a	n.a	n.a	1.7	1.9	1.9	0.4	(11.8)	1.5	-	-	-
宁波海运	600798 CH Equity	n.a	5.47	0.35	0.16	n.a	15.5	34.8	n.a	2.4	n.a	n.a	19.4	n.a	n.a	2.4	n.a	n.a
中海海盛	600896 CH Equity	n.a	11.49	0.23	0.14	0.16	50.0	84.5	74.1	4.6	n.a	n.a	9.7	n.a	n.a	0.3	n.a	n.a
长航凤凰	000520 CH Equity	n.a	5.50	0.11	0.10	0.17	50.2	56.7	32.9	2.5	n.a	n.a	5.0	n.a	n.a	0.5	n.a	n.a
平均值							19.0	39.4	32.9	2.7	2.4	2.3	16.9	3.0	7.3	1.5	0.3	0.6
中值							15.5	32.8	24.4	2.4	2.2	2.0	16.3	6.7	8.4	1.9	0.2	0.7

资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

图表 18：H 股航运公司估值

港股航运公司	公司股票代码	评级	股价 (港币)	每股收益 (人民币)			市盈率			市净率			净资产收益率			股息收益率		
				2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
中海发展	1138 HK Equity	Accumulate	9.20	1.58	0.56	0.57	5.0	14.5	14.5	1.3	1.2	1.2	25.2	8.6	8.2	3.8	1.3	1.3
中国远洋	1919 HK Equity	Hold	8.52	1.14	(0.18)	0.15	6.5	(42.4)	51.7	1.4	1.6	1.6	22.1	(3.8)	3.1	3.9	-	-
中海集运	2866 HK Equity	Hold	2.00	0.00	(0.29)	0.04	469.0	(6.1)	49.7	0.6	0.7	0.8	0.1	(12.1)	1.6	-	-	-

资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

图表 19：国际集运可比公司估值

集运公司	货币	股票代码	股价	每股收益			市盈率			市净率			净资产收益率 (%)			股息收益率 (%)		
				2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
China Shpg Container Lines*	CNY	2866 hk equity	2.00	0.00	(0.29)	0.04	469.0	(6.1)	49.7	0.6	0.7	0.8	0.1	(12.1)	1.6	-	-	-
Yang Ming	TWD	2609 tt equity	12.10	0.21	(0.85)	0.51	57.6	(14.3)	23.8	0.7	0.7	0.8	1.1	(11.9)	(7.8)	n.a	-	0.1
Hanjin	KRW	000700 ks equity	16,800.00	4,317.00	(1,409.00)	n.a	3.9	(11.9)	n.a	0.4	n.a	n.a	11.0	n.a	n.a	3.0	3.0	3.1
Evergreen	TWD	2603 tt equity	17.80	0.21	(0.20)	1.29	84.8	(89.4)	13.8	0.9	0.9	0.9	1.0	(11.0)	(3.6)	-	0.3	0.5
Wan Hai	TWD	2615 tt equity	15.35	0.00	0.08	0.87	7,675.0	194.3	17.6	1.2	1.2	1.2	0.0	(3.0)	1.3	-	-	0.9
Orient Overseas	USD	316 hk equity	4.10	0.44	0.01	0.44	9.4	n.a	9.3	0.6	0.6	0.6	6.4	(3.3)	0.7	2.7	0.3	0.6
Neptune Orient Lines Limited	USD	NOL SP Equity	0.18	0.05	(0.11)	0.06	3.6	(1.7)	3.0	0.1	0.1	0.2	3.2	(22.3)	(10.7)	39.4	1.1	0.5
平均值							1,186.2	11.8	19.5	0.6	0.7	0.7	3.3	(10.6)	(3.1)	7.5	0.7	0.8
中值							57.6	(9.0)	15.7	0.6	0.7	0.8	1.1	(11.4)	(1.4)	1.3	0.3	0.5

资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

图表 20：业绩相对于运价的敏感性

	单位运价 (人民币/标箱) 每变动:	2009E		2010E	
		归属母公司所有者 的损益 (人民币百万)	变化比例 %	归属母公司所有者 的损益 (人民币百万)	变化比例 %
	5%	(2,805)	16%	1,095	160%
	1%	(3,069)	8%	758	80%
	0%	(3,332)		421	
	-1%	(3,595)	-8%	83	-80%
	-5%	(3,858)	-16%	-254	-160%

资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 21: 主要盈利预测假设

	2006	2007	2008	2009E	2010E
分市场货运量(千标准箱)					
太平洋航线	1,433	1,628	1,304	1,108	1,241
(YoY%)	27%	14%	-20%	-15%	12%
亚欧航线	1,352	1,458	1,376	1,170	1,287
(YoY%)	11%	8%	-6%	-15%	10%
亚太航线	1,022	1,233	1,371	1,206	1,387
(YoY%)	33%	21%	11%	-12%	15%
中国国内	1,713	2,749	2,710	2,710	3,116
(YoY%)	22%	61%	-1%	0%	15%
其他航线	139	231	181	159	179
(YoY%)	87%	66%	-21%	-12%	12%
总计	5,658	7,299	6,942	6,354	7,210
(YoY%)	23%	29%	-5%	-8%	13%
平均运费(人民币/标准箱)					
太平洋航线	9,725	8,702	8,714	7,609	8,784
(YoY%)		-11%	0%	-13%	15%
亚欧航线	6,527	8,855	7,763	6,783	7,550
(YoY%)		36%	-12%	-13%	11%
亚太航线	3,926	4,527	3,629	3,145	3,630
(YoY%)		15%	-20%	-13%	15%
中国国内	1,182	1,579	2,026	1,823	2,097
(YoY%)		34%	28%	-10%	15%
其他航线	13,790	8,542	9,230	8,087	9,169
(YoY%)		-38%	8%	-12%	13%
总平均(人民币/TEU)	5,427	5,339	4,924	4,154	4,691
(YoY%)		-2%	-8%	-16%	13%
平均运费(美金/标准箱)					
太平洋航线	1,247	1,192	1,299	1,112	1,246
(YoY%)		-4%	9%	-14%	12%
亚欧航线	837	1,213	1,157	992	1,071
(YoY%)		45%	-5%	-14%	8%
亚太航线	503	620	541	460	515
(YoY%)		23%	-13%	-15%	12%
中国国内	152	216	302	267	297
(YoY%)		43%	40%	-12%	12%
其他航线	1,768	1,170	1,376	1,182	1,301
(YoY%)		-34%	18%	-14%	10%
总平均(美金/TEU)	696	731	734	607	665
(YoY%)		5%	0%	-17%	10%
集运收入(人民币百万)					
太平洋航线	13,931	14,167	11,363	8,434	10,904
(YoY%)		2%	-20%	-26%	29%
亚欧航线	8,822	12,909	10,684	7,934	9,715
(YoY%)		46%	-17%	-26%	22%
亚太航线	4,012	5,582	4,976	3,794	5,036
(YoY%)		39%	-11%	-24%	33%
中国国内	2,024	4,342	5,490	4,941	6,535
(YoY%)		115%	26%	-10%	32%
其他航线	1,919	1,971	1,672	1,289	1,637
(YoY%)		3%	-15%	-23%	27%
集运收入(人民币百万)	30,709	38,972	34,184	26,392	33,827
(YoY%)		27%	-12%	-23%	28%
分航线集运收入占比					
太平洋航线	45%	36%	33%	32%	32%
亚欧航线	29%	33%	31%	30%	29%
亚太航线	13%	14%	15%	14%	15%
中国国内	7%	11%	16%	19%	19%
其他航线	6%	5%	5%	5%	5%

资料来源: 公司信息、中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 22：财务摘要

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
利润表 (人民币百万)						
营业收入	28,625	30,908	39,357	35,110	27,351	35,070
(+/-)	32%	8%	27%	-11%	-22%	28%
营业毛利	4,907	1,901	5,207	1,169	-2,719	1,335
(+/-)	-10%	-61%	174%	-78%	-333%	-149%
营业利润	3,987	894	3,900	104	-3,600	389
(+/-)	-13%	-78%	336%	-97%	-3565%	-111%
利润总额	4,107	899	3,914	144	-3,559	429
(+/-)	-11%	-78%	335%	-96%	-2570%	-112%
少数股东权益	2	6	4	25	-68	9
归属母公司所有者的损益	3,379	669	3,290	131	-3,332	421
(+/-)	-15%	-80%	392%	-96%	-2652%	-113%
摊薄每股收益(元)	0.29	0.07	0.28	0.01	-0.29	0.04
(+/-)	-15%	-74%	281%	-96%	-2652%	-113%
现金流量表 (人民币百万)						
经营活动现金流量净额	5,046	2,380	6,106	3,330	-394	2,952
投资活动现金流量净额	-5,139	-2,412	-5,171	-9,118	-4,973	-2,973
自由现金流	-93	-32	935	-5,788	-5,367	-21
筹资活动现金流量净额	-2,284	-420	12,378	1,117	479	511
净现金流入(出)	-2,437	-511	13,348	-4,722	-4,990	388
资产负债表 (人民币百万)						
货币资金	3,427	2,916	16,398	11,676	6,686	7,074
其他流动资产	4,124	4,515	6,545	3,701	2,935	3,592
流动资产	7,551	7,430	22,943	15,377	9,621	10,667
固定资产净值	16,907	20,238	24,114	26,710	34,529	36,019
其他非流动资产	3,870	3,034	5,974	8,211	3,283	2,574
非流动资产	20,777	23,272	30,089	34,922	37,812	38,593
总资产	28,328	30,702	53,032	50,299	47,433	49,259
流动负债	3,715	4,832	8,175	9,693	9,379	10,613
长期借款	5,107	5,615	4,367	4,232	5,182	5,448
长期负债	8,162	9,676	9,281	8,154	9,104	9,370
负债合计	11,876	14,508	17,457	17,847	18,484	19,983
少数股东权益	38	43	698	713	645	654
股东权益	16,414	16,151	34,878	31,738	28,304	28,623
股本	6,030	6,030	11,683	11,683	11,683	11,683
储备及其他	10,384	10,121	23,195	20,055	16,621	16,940
摊薄每股净资产	2.72	2.68	2.99	2.72	2.42	2.45
财务比率						
利润率						
毛利率	17%	6%	13%	3%	-10%	4%
营业利润率	14%	3%	10%	0%	-13%	1%
税前利润率	14%	3%	10%	0%	-13%	1%
净利润率	12%	2%	8%	0%	-12%	1%
流动性比率						
现金比率	0.9	0.6	2.0	1.2	0.7	0.7
流动比率	2.0	1.5	2.8	1.6	1.0	1.0
杠杆比率						
净债务权益比率	17%	27%	-24%	-3%	17%	19%
资产负债率	42%	47%	33%	35%	39%	41%
息税前利润/净财务费用	-8.7	-0.7	-5.1	0.8	10.6	0.1
杜邦分析						
净利润率	12%	2%	8%	0%	-12%	1%
资产周转率	101%	101%	74%	70%	58%	71%
资产/股东权益	1.7X	1.9X	1.5X	1.6X	1.7X	1.7X
净资产回报率	21%	4%	9%	0%	-12%	1%

资料来源：公司信息、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。