

# 中海集运 (601866) 海运

## 一旺季收入增加, 长期需求仍待确认

|      |    |      |   |     |      |   |
|------|----|------|---|-----|------|---|
| 投资评级 | 中性 | 公司评级 | B | 收盘价 | 5.16 | 元 |
|------|----|------|---|-----|------|---|

### 投资要点:

- 1、2009 年上半年公司实现营业收入 90.4 亿元, 较去年同期减少 95.5 亿, 同比下降 51.4%, 归属于母公司净利润 -34.2 亿, 同比下降 550.1%, 实现每股收益 -0.29 元。公司业绩下降的原因是受到金融危机冲击, 贸易萎缩导致货量下降, 同时, 集装箱运力过剩又导致运价大幅下挫, 营业收入同比下降。
- 2、上半年太平洋航线的运量同比减少 16.9%, 而欧地航线运量同比下降了 20.5%, 国内航线同比下降 0.4%, 亚太航线以及其他航线同比降幅都在两位数以上。运量的下降也必然带来运价的下降, 欧地航线上半年运价同比下降了 63.6%, 太平洋航线下降了 33.5%。国内航线也同比下降了 36.3%。
- 3、自 6 月份以来集装箱行业出现了久违的量价齐升的局面, 我们认为主要有以下原因, 一是传统旺季的因素, 每年的 4-5 月份是欧线货量快速恢复的时间, 6-10 月份运量表现都比较好。二、船公司通过更撤航线, 封存运力的种种措施消减运力维系目前难能可贵的供求平衡。三、补库因素。今年上半年以来欧美消费低迷, 运输需求持续收缩, 库存消耗严重。四、经济相对前期好转也带动了需求的增加。
- 4、但长期的需求是否好转还有待确认。一方面, 从相继出台的各国经济数据来看, 宏观经济在好转, 美国和欧洲经济的复苏无疑是长期需求好转的最重点因素。另一方面, 欧美就业市场遭到严重打击, 将对消费者构成长期威胁。只要这一威胁不减弱, 消费者就无法承担起推动需求复苏的任务, 即使在经济已经从衰退中攀爬出来, 我们认为需求的回暖也需要一段时间, 或者说可能滞后于经济, 可能表现出一种更为温和的好转。
- 5、行业运力方面, 2009 年至今共交付运力 78.2 万标箱, 相比去年同期减少 29.9 万标箱, 拆解量几乎是去年全年的一倍, 但现有集装箱订单总计 516.2 万标箱, 订单占现有运力比 40.5%, 在目前需求不足的情况下, 行业运力依然显得过剩。
- 6、预计公司 09 年 EPS -0.26 元, 10 年 0.04 元, 对应市盈率 -20、145 倍, 估值较高。从长期看, 需求必然随经济复苏而好转, 从各国披露的数据来看, 衰退或已结束, 但高企的失业率将阻碍需求复苏的速度, 在目前需求前景还不是非常明确的情况下, 同时考虑到行业运力供给明显过剩, 给予公司“中性”评级。

|            | 2007  | 2008  | 2009E  | 2010E | 2011E |
|------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 39134 | 35110 | 25211  | 31841 | 35752 |
| 营业收入增长率    | 27%   | -11%  | -28%   | 26%   | 12%   |
| 净利润 (百万元)  | 3324  | 131   | -3052  | 416   | 1307  |
| 净利润增长率     | 397%  | -96%  | -2437% | -86%  | 214%  |
| EPS (元)    | 0.28  | 0.01  | -0.26  | 0.04  | 0.11  |
| ROE        | 10%   | 0.4%  | -10.6% | 1.4%  | 4.3%  |
| P/E        | 18    | 462   | -20    | 145   | 46    |
| P/B        | 2     | 2     | 2      | 2     | 2     |
| EV/EBITDA  | 11    | 91    | -26    | 22    | 14    |

2009 年 9 月 16 日

### 主要数据

|               |                  |
|---------------|------------------|
| 52 周最高/最低价(元) | 5.28/2.42        |
| 上证指数/深圳成指     | 3033.73/12438.24 |
| 50 日均成交额(百万元) | 344.41           |
| 市净率(倍)        | 1.90             |
| 股息率           |                  |

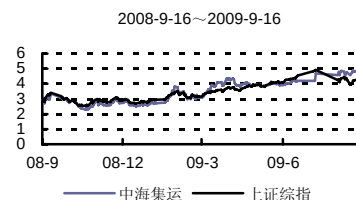
### 基础数据

|           |          |
|-----------|----------|
| 流通股(百万股)  | 6087.63  |
| 总股本(百万股)  | 11683.13 |
| 流通市值(百万元) | 31412.15 |
| 总市值(百万元)  | 60284.93 |
| 每股净资产(元)  | 2.72     |
| 净资产负债率    | 56.23%   |

### 股东信息

|       |             |
|-------|-------------|
| 大股东名称 | 中国海运(集团)总公司 |
| 持股比例  | 47.89%      |

### 52 周行情图



### 相关研究报告

### 联系方式

|      |                                  |
|------|----------------------------------|
| 研究员: | 糜怀清                              |
| 电 话: | 021-51097188-1860                |
| 电 邮: |                                  |
| 联系人: | 赵喜娟                              |
| 电 话: | (86-21) 51097188-1952            |
| 电 邮: | zhaoxijuan@gyzq.com.cn           |
| 地 址: | 中国上海市浦东南路 379 号金穗大厦 15F (200120) |

## 上半年收入同比大幅下降

2009年上半年公司实现营业收入 90.4 亿元,较去年同期减少 95.5 亿,同比下降 51.4%,归属于母公司净利润 -34.2 亿,同比下降 550.1%,实现每股收益 -0.29 元。

公司业绩下降的原因是受到金融危机冲击,贸易萎缩导致货量下降,同时,集装箱运力过剩又导致运价大幅下挫,营业收入同比下降。

表 1: 公司财务报表摘要

| 百万元         | 年度数据分析  |         |         | 季度数据分析  |         |         |         |          |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
|             | 2009 H1 | 2008 H1 | Y/Y %   | 2009.Q2 | 2009.Q1 | Q/Q 环比  | 2008.Q2 | Q/Q 同比   |
| 营业总收入       | 9,043   | 18,588  | -51.4%  | 4,513   | 4,530   | -0.4%   | 7,690   | -41.3%   |
| 主营业务成本      | 12,074  | 17,218  | -29.9%  | 6,319   | 5,755   | 9.8%    | 7,539   | -16.2%   |
| 主营业务利润      | -3,145  | 1,216   | -358.6% | -1,874  | -1,271  | 47.4%   | 74      | -2646.2% |
| 主营业务毛利率 (%) | -34.8%  | 6.5%    | -41.3%  | -41.5%  | -28.1%  | -13.5%  | 1.0%    | -42.5%   |
| 管理费用        | 250     | 256     | -2.4%   | 142     | 108     | 30.7%   | 24      | 496.1%   |
| 财务费用        | 10      | 190     | -94.8%  | -14     | 23      | -158.1% | -81     | -83.3%   |
| 期间费用合计      | 260     | 446     | -41.7%  | 128     | 132     | -2.9%   | -58     | -322.2%  |
| 期间费用率       | 2.9%    | 2.4%    | 0.5%    | 2.8%    | 2.9%    | -0.1%   | -0.7%   | 3.6%     |
| 投资收益        | 28      | 51      | -46.3%  | 23      | 5       | 375.3%  | 12      | 95.6%    |
| 营业利润        | -3,352  | 828     | -504.7% | -1,954  | -1,398  | 39.8%   | 163     | -1295.5% |
| 营业利润率 (%)   | -37.1%  | 4.5%    | -41.5%  | -43.3%  | -30.9%  | -12.4%  | 2.1%    | -45.4%   |
| 营业外收支       | 24      | 21      | 14.8%   | 16      | 8       | 102.2%  | 17      | -5.8%    |
| 利润总额        | -3,328  | 849     | -492.0% | -1,938  | -1,390  | 39.4%   | 180     | -1174.4% |
| 所得税         | 88      | 73      | 19.6%   | 264     | -177    | -249.7% | -30     | -972.2%  |
| 净利润         | -3,416  | 776     | -540.4% | -2,203  | -1,213  | 81.5%   | 211     | -1145.3% |
| 少数股东权益      | 2       | 16      | -88.1%  | 3       | -1      | -457.1% | 0       |          |
| 母公司所有者净利润   | -3,418  | 660     | -617.9% | -2,205  | -1,213  | 81.9%   | 211     | -1147.1% |
| 净利润率 (%)    | -37.8%  | 3.6%    | -41.3%  | -48.9%  | -26.8%  | -22.1%  | 2.7%    | 0.0%     |
| EPS (元)     | -0.29   | 0.07    | -550.1% | -0.19   | -0.10   | 81.9%   | 0.02    | -1147.1% |

资料来源: 公司资料、国元证券研究中心

表 2: 分航线数据

|         | 收入 百万元  |         |         | 箱量 TEU    |           |         | 单箱运价    |         |         |
|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|---------|---------|---------|---------|
|         | 2009 H1 | 2008 H1 | Y/Y (%) | 2009 H1   | 2008 H1   | Y/Y (%) | 2009 H1 | 2008 H1 | Y/Y (%) |
| 太平洋航线   | 3,141   | 5,686   | -44.7%  | 565,307   | 680,524   | -16.9%  | 5,557   | 8,354   | -33.5%  |
| 亚洲/欧洲航线 | 1,729   | 5,975   | -71.1%  | 557,547   | 701,162   | -20.5%  | 3,101   | 8,522   | -63.6%  |
| 亚太航线    | 1,439   | 2,893   | -50.2%  | 736,422   | 857,473   | -14.1%  | 1,955   | 3,369   | -42.0%  |
| 中国国内航线  | 1,802   | 2,841   | -36.6%  | 1,253,522 | 1,258,096 | -0.4%   | 1,438   | 2,257   | -36.3%  |
| 其他      | 931     | 1,193   | -22.0%  | 70,837    | 96,310    | -26.4%  | 6,910   | 8,450   | -18.2%  |
| 总计      | 9,043   | 18,588  | -51.4%  | 3,183,635 | 3,593,565 | -11.4%  | 2,702   | 5,066   | -46.7%  |

资料来源: 公司资料、国元证券研究中心

国际航线中两条最重要的航线,上半年太平洋航线的运量同比减少 16.9%,而欧地航线运量同比下降了 20.5%,国内航线下降幅度最小,同比只下降了 0.4%,亚太航线以及其他航线同比降幅都在两位数以上。

运量的下降也必然带来运价的下降，下降幅度最大的是以往的黄金航线欧地航线，由于自 2007 年下半年以来持续的运力投放导致运力供需失衡，自去年以来延续至今的运量萎缩无法消化过度增长的运力，使得今年上半年运价同比下降了 63.6%，太平洋航线由于运力投放力度小于欧线，并且消减控制运力情况也较欧洲航线好，运价下降了 33.5%。国内航线则由于航运公司将国际航线的运力抽调回国内航线，导致运力供给增加，加剧了运价竞争，国内航线运价也同比下降了 36.3%。

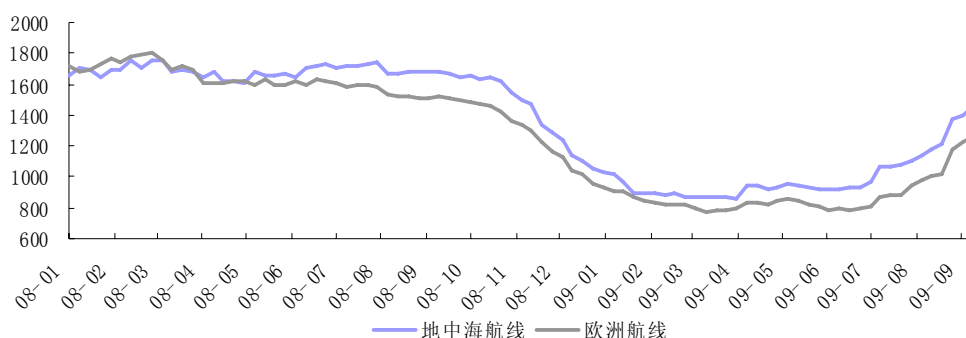
## 二季度国内航线收入比例增加、毛利率下降

二季度公司实现营业收入 4.51 亿，同比减少 41.3%，环比减少 0.4%，收入上减少不多，但收入结构发生了较大的变化。受到集装箱运价继续下滑的影响，国际航线收入下滑，欧线 4 月 1 日的提价由于缺少货量的支撑提价幅度从预计的 300 美元/TEU 一路下降，至 6 月 15 日的运价上调之前已经与涨价之前基本持平。而美线今年依然“温吞”，美东航线与美西航线也由于缺乏货量的支撑运价一直下滑。

## 国内航线占比增加

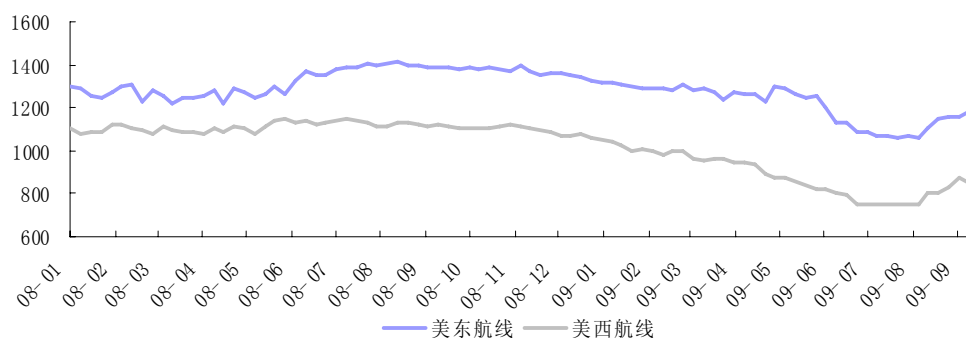
由于欧线和美线收入下降，而国内航线、亚太航线以及其他航线相对市场份额稍有提高，其中国内航线从 15.6%的收入比例上升到 21%。二季度由于公司在国内航线上投入更多运力，国内航线收入相对一季度收入比例增加。

图 1：欧地航线运价指数 6 月开始上扬



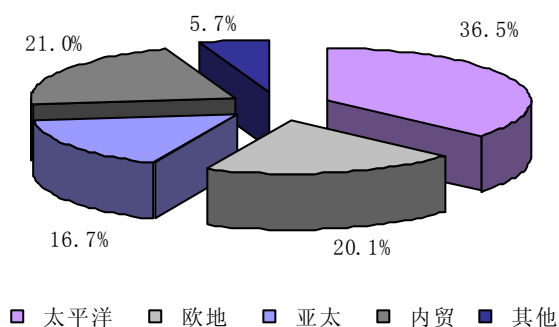
资料来源：中华航运网、国元证券研究中心

图 2：太平洋航线 8 月份运价回升



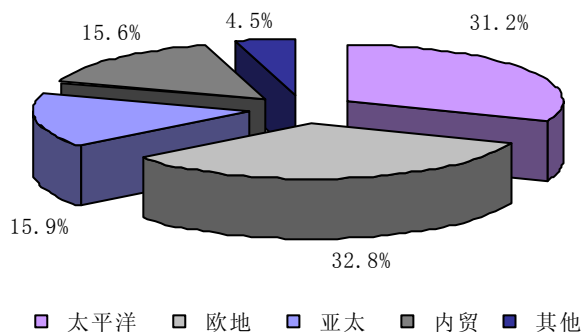
资料来源：中华航运网、国元证券研究中心

图 3: 2009 上半年各航线收入占比



资料来源: Bloomberg、国元证券研究中心

图 4: 2008 上半年各航线收入占比

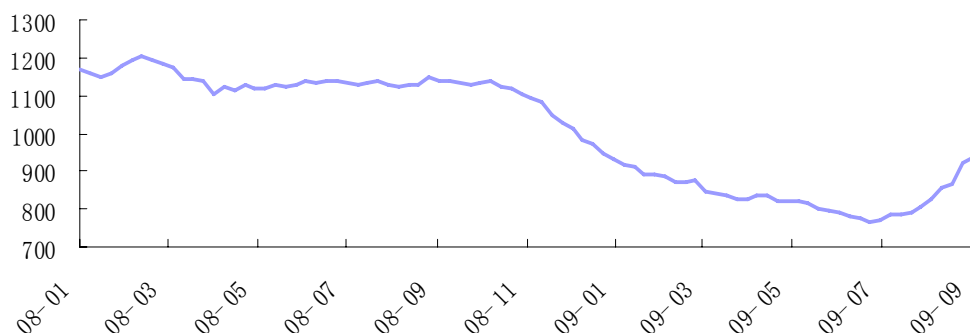


资料来源: Bloomberg、国元证券研究中心

### 燃油价格上涨导致成本增加，毛利率降低

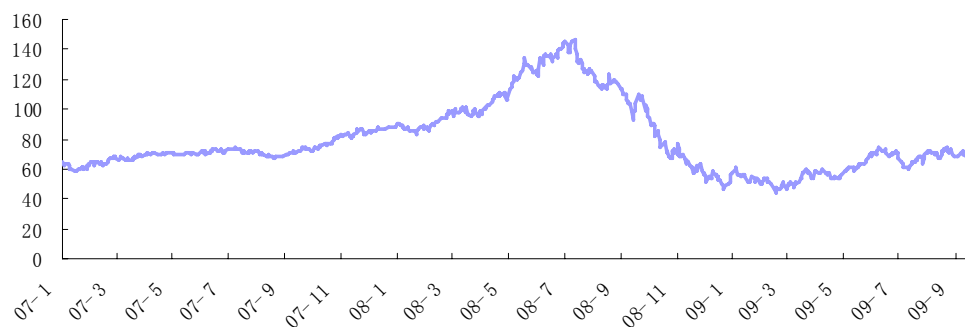
6 月 26 日，出口集装箱运价指数达到最低点 763.31，二季度国际航线的运价比一季度更低，收入上二季度收入与一季度基本持平，但是主营业务收入下降的比例小于收入下降的幅度，成本相对收入增加的原因在于二季度油价上涨导致成本增加，毛利率下降。其他成本相对来说环比变化不大。

图 5: 中国出口集装箱运价指数二季度末才触底回升



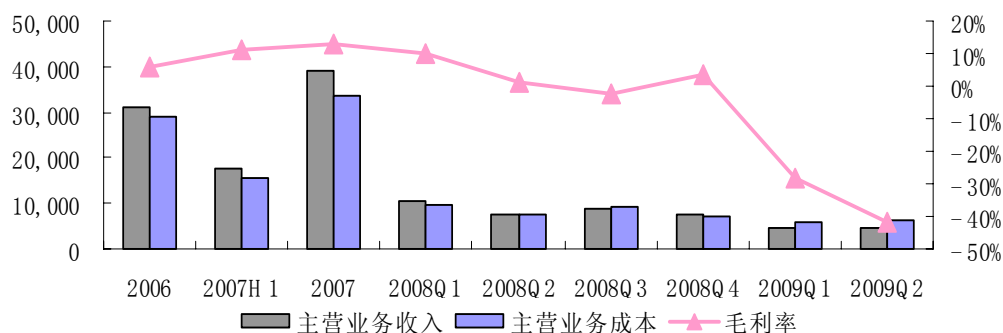
资料来源: 中华航运网、国元证券研究中心

图 6: WTI 燃油价格二季度上涨



资料来源: Bloomberg、国元证券研究中心

图 7: 受燃油成本上升影响, 二季度毛利率下降



资料来源: 公司资料、国元证券研究中心

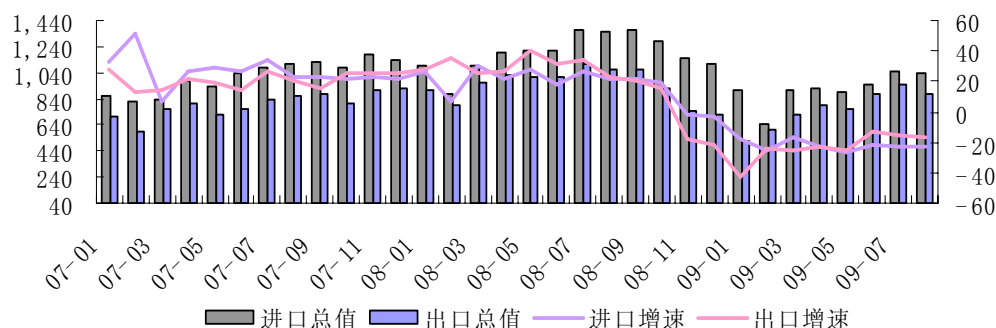
### 短期旺季量价齐升

4、5 月份是欧地航线传统上需求复苏的时节, 今年受到欧洲市场需求疲软的影响, 从 4 月到 6 月初的总体货量表现并不出色, 仓位利用率一直保持在一个 70-80% 之间的水平, 随后地中海航线率先好转, 欧线直到 6 月中旬货量反弹, 旺季因素开始有所体现。而美线 7 月初需求也开始回升, 受到需求增加的支撑, 运价开始反弹, 带动出口集装箱运价指数从最低点上扬。

### 出口开始好转

根据海关总署发布的统计数据, 8 月份, 我国外贸进出口总值 1917 亿美元, 其中出口值 1037 亿美元, 同比降幅 23.4%, 比上个月 23% 的降幅增加了 0.4 个百分点, 且低于市场平均预期的 -19.9%; 进口 879.95 亿美元, 同比降幅为 17.0%, 也比上个月 14.9% 的降幅扩大了 2.1 个百分点, 并低于市场平均预期的 -11.2%。8 月的外贸进出口数据显得有些不尽如人意, 同比降幅比上月有所扩大, 不过, 进出口降幅加大主要是受去年 8 月基数较高的影响, 实际上, 经季节调整后, 8 月份进出口、出口和进口环比分别增长 2.3%、3.4% 和 1%, 因此尽管 8 月份进出口同比降幅进一步扩大, 但我国外贸景气向好趋势并没有发生改变。

图 8: 中国进出口同比下滑幅度扩大 (亿 美元)

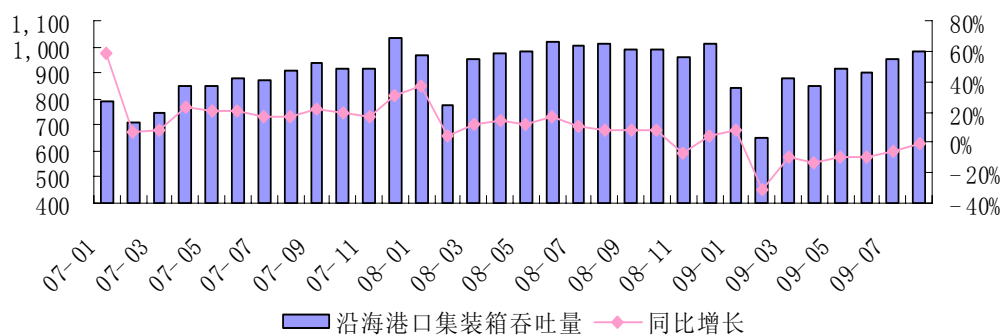


资料来源: 公司资料、国元证券研究中心

### 沿海集装箱吞吐量环比增长

8 月沿海港口集装箱吞吐量 981.7 万标箱, 同比下降 1%, 但相对 6 月 10%, 7 月的 6% 的降幅明显收窄, 继上月环比增长 5.3% 后, 8 月环比继续正增长 3.1%。

图 9：沿海集装箱吞吐量环比增长



资料来源：公司资料、国元证券研究中心

## 各航线纷纷提价

### 太平洋航线

目前公司正在推太平洋的提价，幅度为每大箱 400 美元，但由于美线长期客户占比超过 50%，同时要在旺季结束前完成谈判，难度较大。公司上轮提价中大客户的提价幅度就低于市场加价幅度，因此，本次提价的可能性较大但是足额的可能性较小。本次提价以旺季附加费的形式征收，提价后美西大概是 1700 美元/TEU，美东涨价后大概是 2700-2800 美元左右，涨价后已经超过盈亏平衡点。

### 欧地航线

欧地航线 4 月提价由于受到货量不足，提价效果不明显。6 月份以来欧地航线运输需求强劲，订舱火爆，同时上半年以来船公司不断收缩运力也使得欧线供需矛盾逐步缓和，欧线自 6 月 15 日成功提价以来不断调高运价，在 9 月 1 日运价普涨执行较为成功后，9 月中旬再次提价，提价幅度 200 美元/TEU，提价后欧线运价达到 1600/TEU 左右，达到了盈亏平衡点。

### 国内航线

国内航线相对去年价格下降了 30% 左右，目前也在推提价计划但是估计效果不会很明显，第一，国内市场的大客户占比超过 50%，与客户谈判难度比较大；第二、目前中远集运也将运力投放到国内，面对比较大的竞争；三、除了两大国内市场巨头外还有很多其他小的运营商。目前国内航线还处于亏损状态。

### 其他航线

澳新航线，继 8 月份两次调价基础上，9 月运价又成功上涨了 200 美元，9 月初提价后达到盈亏平衡。本次提价 300 美元/TEU，其中燃油附加费 50-100 美金，旺季附加费 200 美金左右。

中东航线，8 月份已经调过一次，本次准备上调 200 美金/TEU。

自 6 月份以来集装箱行业出现了久违的量价齐升的局面，究其原因，我们认为有以下几点，一是传统旺季的因素，虽然我们无法区分多少是旺季因素推动，多少是其他原因造成的，但是就目前的行情而言，圣诞出货行情是目前的主导力量，每年的 4-5 月份是欧线货量快速恢复的时间，6 月份开始的欧地收货人长假之前的抢运，以及随后的圣诞出货给传统旺季带来了充足的货量支撑，而美线旺季开始稍晚，圣诞行情可能持续到 10 月下旬。二、在经历了残酷的价格战争夺市场份额后，各条航线的运价低于保本点，



庞大的船队开销和过低的运费收入使得船东入不敷出，因此目前的船公司的竞争策略逐渐理性的由“低价强货”转至“提价止损”，船公司通过更撤航线，封存运力的种种措施消减运力维系目前难能可贵的供求平衡。三、补库因素。今年上半年以来欧美消费低迷，运输需求持续收缩，库存消耗严重。根据美国商务部数据显示，7月批发库存下滑 1.4% 至 3,872 亿美元，为 2006 年 9 月以来最低水准，6 月库存修正为下滑 2.1%，消费者需求正在回暖，随着消费者需求的逐步恢复，收货人补库需求同步扩大也对短期运量增加提供了动力。四、经济相对前期好转也带动了需求的增加。

### 经济复苏支撑需求基本面好转

从相继出台的各国经济数据来看，宏观经济已从经济衰退的深谷中走出，从同步的 GDP 到消费者信心等多项领先指标超预期的表现无不显示经济正在不断向好发展，同时国际货币基金组织认为经济复苏步可能提前并上调全球经济发展增速。对于集装箱行业而言美国和欧洲经济的复苏无疑是长期需求好转的最重点因素。

### GDP 增长超预期

美国 2009 年第二季度 GDP 好于预期，增长率仅为 -1%，比上一季度 -6.4% 出现大幅攀升，而去年第四季度下降 5.4%，数据显示，美国第二季度经济滑坡，但滑坡程度温和，且较过去九个月出现很大改善。该数据发出了强劲的向好信号，暗示经济衰退已经得到缓解。

欧元区 2009 年二季度的 GDP 增长超过市场预期，在 2009 年一季度经济活动达到低谷后，欧元区的经济反弹比美国更显著。其 GDP 季度环比仅下滑了 0.1%，而市场一致预测季度环比下滑 0.5%。该地区两个最大的经济体——德国和法国二季度的 GDP 增长了 0.3%。

### 采购经理人指数创新高表明经济好转

美国供应管理协会(ISM)的芝加哥 8 月采购经理人指数(PMI)从 7 月的 43.4 升至 50.0，恰好落在荣枯分水岭上。加哥 PMI 报告进一步表明，美国经济正在开始好转。除了美国，欧洲制造业也表现出强劲的势头。8 月份欧元区 PMI 指数从 7 月份的 46.3 上升至 48.2，尽管仍处在收缩区，但已经创下近 14 个月以来的新高。其中法国 PMI 指数更突破了 50。

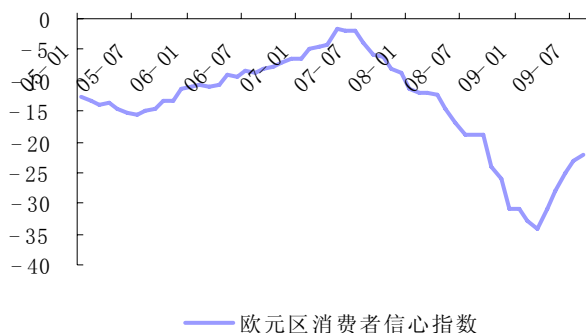
### 消费者信心、领先指标等先行指标表现出色

在消费者信心方面，美国 8 月大企业联合会消费者信心指数反弹至 54.1，高于 7 月 47.4 的水平，一改过去 2 月下降的趋势，并接近今年的高点 54.8。密执安大学消费者 9 月信心指数比上月高出 4.5 点，到达 70.2 点。欧元区消费者信心指数 8 月继续好转，相对 7 月 -23 的点回升一个点至 -22，表明尽管消费者仍对经济持谨慎立场，但与年初相比，其悲观情绪已有减弱。

经济合作暨发展组织 9 月 11 日公布调查显示 7 月综合领先指标 (CLI) 从 6 月的 96.3 升至 97.8，其中七大工业国(G7)分项指标从 95.9 升至 97.5，OECD-7 月综合领先指标暗示其 30 个成员国中大多数的经济前景都有改善，在七大工业国(G7)更是有清晰的复苏迹象展现。

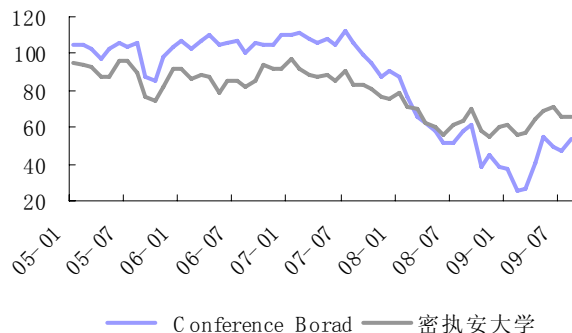
而国际货币基金组织总裁施特劳斯-卡恩日前表示，全球经济复苏可能比预期的复苏时间 2010 年上半年提早一个季度。同时，IMF 已上调对今明两年主要工业经济体及全球经济增长的预测，其中全球经济 2009 年国内生产总值(GDP)预估修正为萎缩 1.3%，此前的预估为下滑 1.4%；而明年经济则从此前的增长 2.5% 上修为增长 2.9%。

图 10: 欧元区消费者信心指数



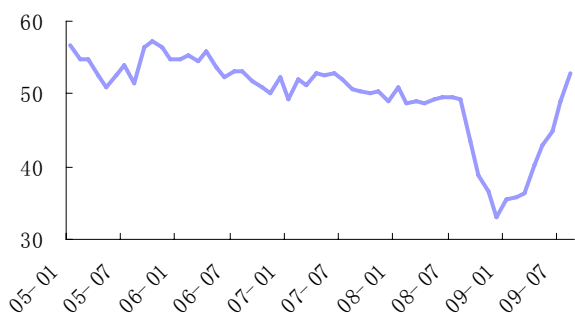
资料来源: Bloomberg、国元证券研究中心

图 11: 美国消费者信心指数



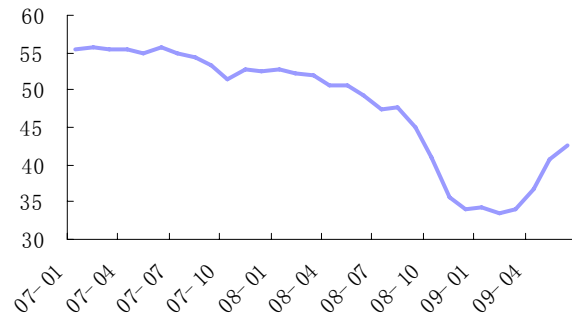
资料来源: Bloomberg、国元证券研究中心

图 12: ISM 采购经理人指数



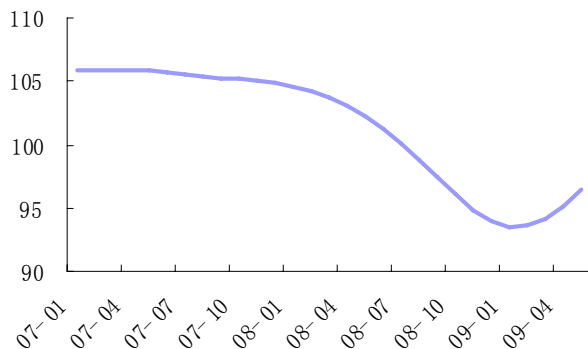
资料来源: Bloomberg、国元证券研究中心

图 13: 欧元区制造业 PMI



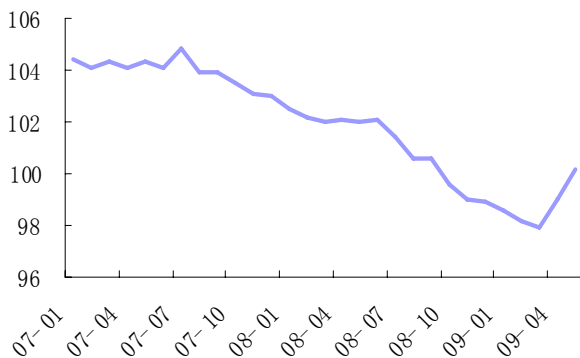
资料来源: Bloomberg、国元证券研究中心

图 14: OECD 领先指标回升



资料来源: Bloomberg、国元证券研究中心

图 15: 美国领先指标也出现回暖



资料来源: Bloomberg、国元证券研究中心

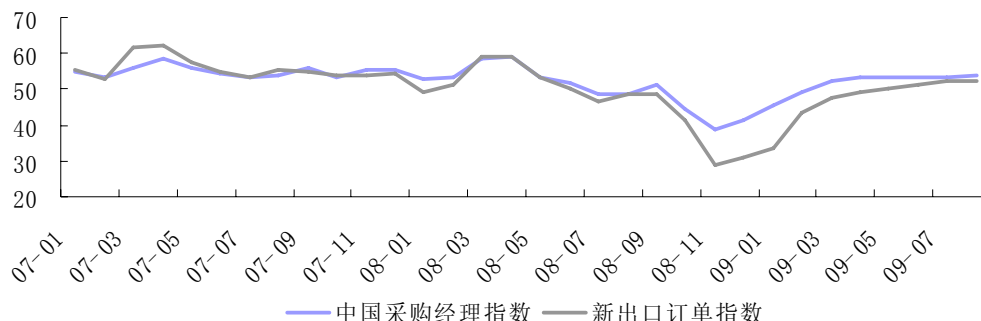
### 长期需求好转还有待确认

从各国经济强劲的数据好转以及预期复苏时间提前来看, 经济已经走上复苏的轨道, 从短期来看, 我们对经济已经企稳没有疑问, 但是对经济是迅速复苏还是一个反复抑或有



二次探底（虽然可能性不大）的复苏还心存疑虑，另外，即使 GDP 数据表现良好，也并不意味着需求就一定好转，毕竟从经济好转到需求好转，特别是在目前的无就业复苏的情况下对集装箱行业将是一个较为缓慢的过程。

图 16: 中国出口需求的好转不是一帆风顺



资料来源: 中国物流与采购联合会、国元证券研究中心

中国物流与采购联合会公布，中国 8 月份 PMI 从 7 月份的 53.3 上升至 16 个月高点 54。尽管 PMI 在 2008 年 10 月份至 2009 年 2 月期间低于 50，但自 3 月份以来一直高于这一水平。8 月份 PMI 较 7 月份 0.7 点的升幅也大于 7 月份和 6 月份的升幅。PMI 指数出现较大的升幅主要受益于国内出台的财政与货币政策。8 月份新出口订单指数为 52.1，连续 4 个月位于 50 以上，表明随着全球经济的逐渐好转，出口需求正在恢复，外贸前景正在改善。但 8 月指数与上月持平也表明出口仍有不确定性，外贸需求的改善不是一帆风顺。

### 失业率降低消费需求

消费者拉动经济复苏的关键在于增加就业。美国失业率 7 月达到 9.4%，8 月失业率攀升至 9.7%，创 1983 年以来新高；非农就业人数减少了 21.6 万人，美国 8 月失业率大幅超出市场预期；非农就业人数减少的数字也少于市场预期，再次突出证明了美国消费者开支仍面临重大威胁的事实。事实上，美国官方亦预期失业率将升至 10%或以上，换言之，即使美国脱离衰退，出现的亦可能是无就业增长的复苏，就业市场遭到严重打击，将对消费者构成长期威胁。只要这一威胁不减弱，美国消费者就无法承担起推动经济复苏的任务。

欧盟统计局发布的报告中表示，欧元区 16 国今年 7 月份的失业率为 9.5%，为 1999 年欧元区成立以来的最高水平。尽管全球经济复苏迹象明显，从失业率来看，但是欧洲仍然步履蹒跚。数据显示，7 月份欧元区 16 国新增失业人口 16.7 万人，失业率较 6 月份上升了 0.1 个百分点，但远高于去年同期 7.5%的水平。而欧盟 27 国 7 月份的失业率为 9%，创下 2005 年 5 月以来新高，致使欧盟范围内总失业人口达到 2180 万人。持续上升的失业人数将阻碍欧洲经济的整体复苏，整体消费水平将缩减。

我们认为就业-收入-支出-需求这个链条对集运市场意义重大，乐观预期欧美的失业率在 2010 年好转，就业市场的低迷将制约消费者的支出进而影响需求复苏的步伐，因此需求的好转或许不如经济复苏的力度大，可能滞后于经济，可能表现的更为温和，

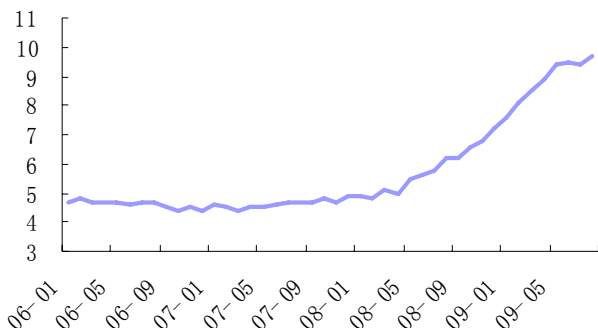
### 就业、消费市场企稳，我们将在后续调整预期

上周的美国初请失业金数据好于预期,巩固了过去两个月非农就业数据带来的变化,表明裁员速度稳定下来,就业市场出现迹象企稳。根据美国蓝筹经济指标公布的9月调查显示,美国失业率在2010年初将达到至少10%,然后下半年可能从这一高位缓慢回落。同时,尽管目前欧洲的失业率高企,不过与去年相比,欧洲企业的裁员规模已经放缓。8月调查显示,制造业连续第15个月裁员,但速度为2008年10月以来最慢的。

今天公布的美国8月零售销售增长2.7%,优于7月的下滑0.2%。为3年半以来最大单月涨幅,且远高于市场预期的成长2%。

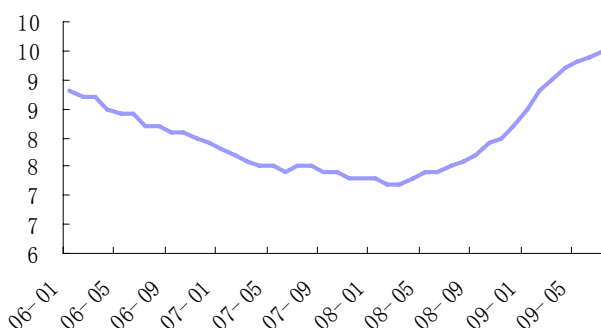
我们担心失业率会影响需求,但目前失业率好转的可能超过我们的预期,消费数据也可能给我们巨大的惊喜,只是目前在“无就业复苏”的情况下偏向于认为需求还存在一定的不确定性,我们将根据宏观经济的变化调整对行业的判断。

图 17: 美国失业率



资料来源: Bloomberg、国元证券研究中心

图 18: 欧盟失业率



资料来源: Bloomberg、国元证券研究中心

### 就业之外，仍有风险

目前欧洲、美国良好的经济数据还依赖于政府出台的财政和货币政策,而明年政府刺激计划的退出以及政府财政缺口将给实体经济带来风险。私人投资目前表现无力,而消费者将继续抑制支出,因为他们还在修复房价挫跌和股票投资缩水导致的家庭财务状况恶化。诺贝尔经济学奖得主斯蒂格利茨认为,经济面临的诸多实质性风险仍在发展之中,比如金融行业风险、商业地产风险等诸多不确定的因素可能导致美国乃至全球经济仍可能出现双底型衰退。另外,美国对中国的轮胎特保案也可能引发新一轮的贸易保护主义风潮,推动多个国家众多行业纷纷效仿,从而对国际贸易造成不利影响。

### 运力供给：挥之不去的阴霾

2009年1-9月集装箱运输行业共交付运力78.2万标箱,相比去年同期交付的108.1万标箱减少29.9万标箱,运力交付继7月减少66.1%后,8月同比下降40.9%。今年1-8月共拆解运力18.7万标箱,远超去年同期的拆解量1.9万标箱,几乎是去年全年9.9万标箱的一倍。

目前集装箱现有运力1278.9万标箱,相比去年同期增加91.8万,集装箱订单总计516.2万标箱,由于新订单减少,运力不断交付,订单占现有运力比40.5%,虽然订单运力比不断下降,但在目前需求不足的情况下,运力依然显得过剩。

图 19: 集装箱运力交付近期出现减少 ( ,000 TEU)

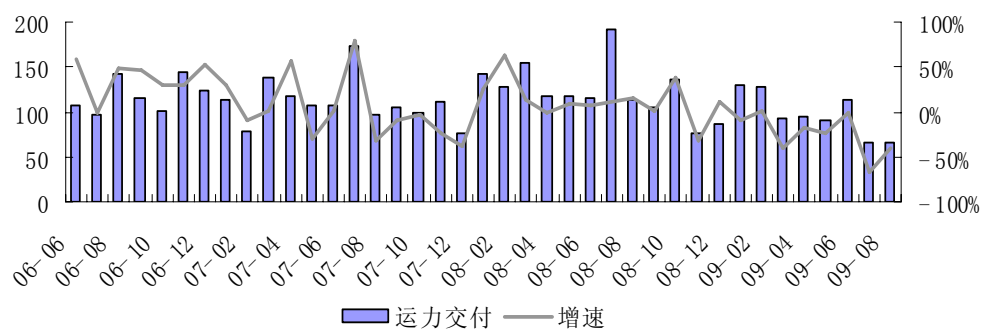


图 20: 集装箱拆解力度增加 ( ,000 TEU)

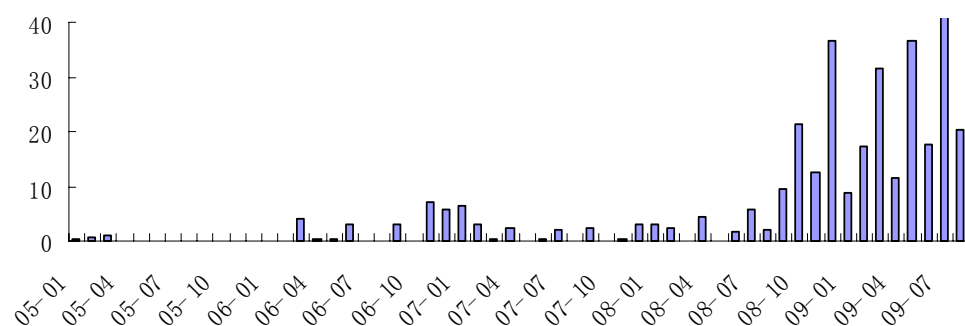


图 21: 集装箱拆解力度增加 ( ,000 TEU)

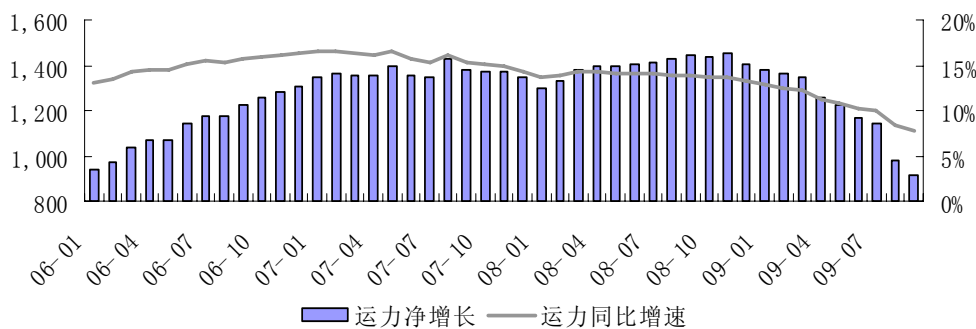


图 22: 运力与订单占运力比下降 ( ,000 TEU)

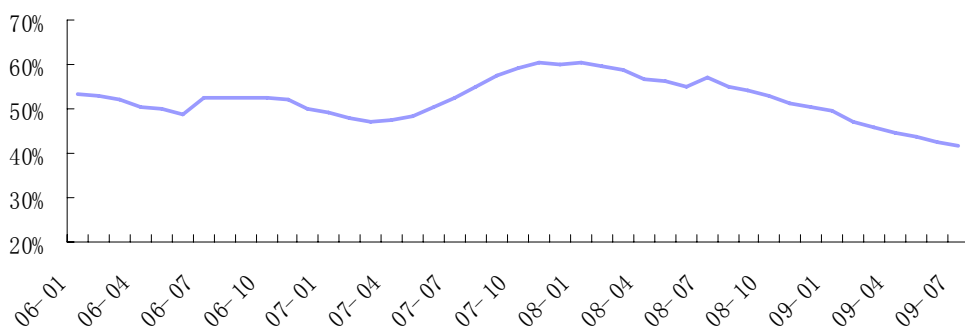
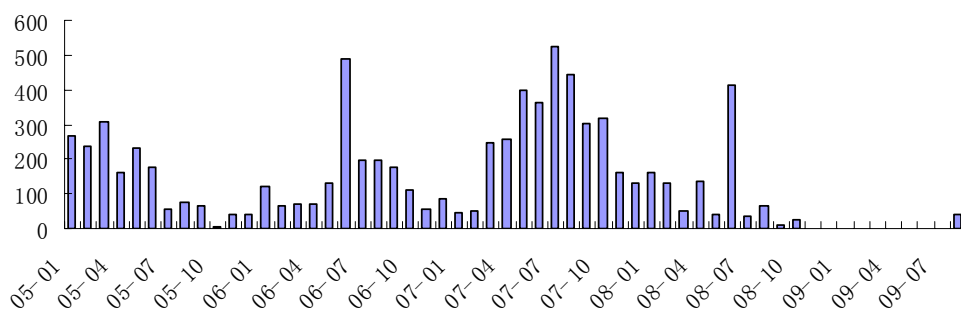


图 23: 集装箱新订单为零 (TEU)



资料来源:Clarkson、国元证券研究中心

由于运力增加快同时需求下降明显, 2009 年是运力供需差值最大的一年, 2010 年随着需求的改善以及运力供给放缓, 运力供需差虽然依然为负, 但相对今年有较大的好转。运力供给方面, 不光是新船的交付, 旧船的拆解, 还有船东对目前封存运力的释放, 这又取决于明年运价的上涨程度, 以及在需求不足的情况下维持供需平衡缩减运力保运价的态度。我们倾向于认为如果明年经济复苏低于预期导致需求不足那么船东将封存运力, 有效运力的增长将好于实际运力的增长。

### 公司运力

中海集运今年只接收 1 艘运力 2500 箱的新船, 由于积极拆船, 今年底船队规模将缩减至 146 艘, 折算运力为 47.7 万箱, 较去年减少 3.1%。按照目前计划, 该公司明年不会接收新船, 2011 年则会接收 9 艘新船, 折算运力为 9.8 万箱, 目前公司订单上还有 16 艘新船, 分别是 8 艘 13300TEU 与 8 艘 4250TEU 集装箱船舶。

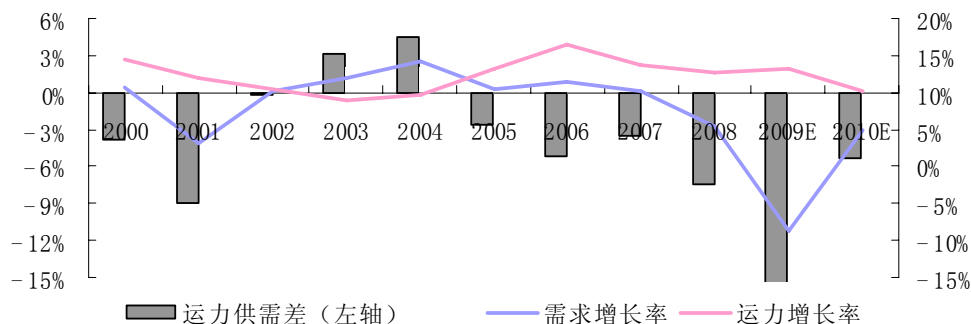
目前公司租船占公司运力的 44%左右, 都是从 2001-03 年间租赁的长期合同, 此部分运力保持稳定, 公司今明两年运力增长压力小。

表 3: 集装箱供需增长率与差值

|       | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009E  | 2010E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 需求增长率 | 12.0% | 14.3% | 10.4% | 11.3% | 10.2% | 5.4%  | -8.8%  | 4.8%  |
| 运力增长率 | 8.9%  | 9.7%  | 13.1% | 16.5% | 13.7% | 12.8% | 13.1%  | 10.1% |
| 运力供需差 | 3.1%  | 4.6%  | -2.7% | -5.2% | -3.5% | -7.4% | -21.9% | -5.3% |

资料来源:Clarkson、国元证券研究中心

图 24: 集装箱运力供需差



资料来源:Clarkson、国元证券研究中心

## 盈利预测与投资建议

随着三季度运价提升，运量反弹，公司二季度业绩必是全年低点。尽管提价后欧线、美线、澳新、中东已处于盈利状态，但是随着圣诞旺季的结束，货量下降，旺季附加费难以收取，运价下行将不可避免。圣诞出货结束后到元旦春节之前有短暂的出货，并且经济的复苏也可能带来货量的提升，但现在的价格将是今年的高位，因此预计四季度业绩预计与三季度持平，基本确定公司全年实现亏损。

预计公司 09 年 EPS -0.26 元，10 年 0.04 元，对应市盈率 -20、145 倍，估值较高。从长期看，需求必然随经济复苏而好转，从各国披露的数据来看，衰退或已结束，但高企的失业率将阻碍需求复苏的速度，在目前需求前景还不是非常明确的情况下，同时考虑到行业运力供给明显过剩，暂给予公司“中性”评级。

表 4：分航线收入预测

|                       | 2006   | 2007   | 2008   | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>分市场货运量 (千 TEU)</b> |        |        |        |        |        |        |
| 太平洋航线                 | 1,433  | 1,628  | 1,304  | 1,206  | 1,236  | 1,286  |
| 同比增长                  |        | 14%    | -20%   | -8%    | 3%     | 4%     |
| 亚欧航线                  | 1,352  | 1,458  | 1,376  | 1,266  | 1,298  | 1,376  |
| 同比增长                  |        | 8%     | -6%    | -8%    | 3%     | 6%     |
| 亚太航线                  | 1,022  | 1,233  | 1,371  | 1,426  | 1,461  | 1,520  |
| 同比增长                  |        | 21%    | 11%    | 4%     | 3%     | 4%     |
| 中国国内                  | 1,713  | 2,749  | 2,710  | 2,707  | 2,843  | 2,956  |
| 同比增长                  |        | 61%    | -1%    | 0%     | 5%     | 4%     |
| 其他航线                  | 139    | 231    | 181    | 161    | 174    | 185    |
| 同比增长                  |        | 66%    | -21%   | -11%   | 8%     | 6%     |
| 总计                    | 5,658  | 7,299  | 6,942  | 6,766  | 7,012  | 7,322  |
| 同比增长                  |        | 29%    | -5%    | -3%    | 4%     | 4%     |
| <b>平均运费 (元/TEU)</b>   |        |        |        |        |        |        |
| 太平洋航线                 | 9,725  | 8,702  | 8,714  | 5,969  | 7,939  | 8,495  |
| 同比增长                  |        | -11%   | 0%     | -32%   | 33%    | 7%     |
| 亚欧航线                  | 6,527  | 8,855  | 7,763  | 4,580  | 6,733  | 7,272  |
| 同比增长                  |        | 36%    | -12%   | -41%   | 47%    | 8%     |
| 亚太航线                  | 3,926  | 4,527  | 3,629  | 3,774  | 3,925  | 4,200  |
| 同比增长                  |        | 15%    | -20%   | 4%     | 4%     | 7%     |
| 中国国内                  | 1,182  | 1,579  | 2,026  | 1,682  | 1,782  | 1,943  |
| 同比增长                  |        | 34%    | 28%    | -17%   | 6%     | 9%     |
| 其他航线                  | 13,790 | 8,542  | 9,230  | 8,215  | 8,626  | 9,143  |
| 同比增长                  |        | -38%   | 8%     | -11%   | 5%     | 6%     |
| <b>集运收入 (百万元)</b>     |        |        |        |        |        |        |
| 太平洋航线                 | 13,931 | 14,167 | 11,363 | 7,200  | 9,815  | 10,922 |
| 同比增长                  |        | -4%    | 20%    | -37%   | 36%    | 11%    |
| 亚欧航线                  | 8,822  | 12,909 | 10,684 | 5,799  | 8,738  | 10,003 |
| 同比增长                  |        | 44%    | 13%    | -46%   | 51%    | 14%    |
| 亚太航线                  | 4,012  | 5,582  | 4,976  | 5,382  | 5,737  | 6,384  |
| 同比增长                  |        | 37%    | 21%    | 8%     | 7%     | 11%    |
| 中国国内                  | 2,024  | 4,342  | 5,490  | 4,552  | 5,067  | 5,744  |
| 同比增长                  |        | 119%   | 32%    | -17%   | 11%    | 13%    |
| 其他航线                  | 1,919  | 1,971  | 1,672  | 1,324  | 1,502  | 1,687  |
| 同比增长                  |        | 42%    | -35%   | -21%   | 13%    | 12%    |
| 集运收入                  | 30,709 | 38,972 | 34,184 | 24,257 | 30,858 | 34,740 |
| 同比增长                  |        | 27%    | 14%    | -29%   | 27%    | 13%    |

资料来源：公司资料、国元证券研究中心



| 资产负债表          |       |       |       |       | 利润表             |        |          |        |        |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------|----------|--------|--------|
| 单位: 百万元        |       |       |       |       | 单位: 百万元         |        |          |        |        |
| 会计年度           | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E | 会计年度            | 2008   | 2009E    | 2010E  | 2011E  |
| <b>流动资产</b>    | 15377 | 15755 | 17609 | 17074 | <b>营业收入</b>     | 35110  | 25211    | 31841  | 35752  |
| 现金             | 11676 | 11764 | 12494 | 12114 | 营业成本            | 33580  | 28051    | 29890  | 32515  |
| 应收账款           | 2523  | 2868  | 3886  | 3695  | 营业税金及附加         | 361    | 209      | 276    | 315    |
| 其他应收款          | 175   | 111   | 147   | 165   | 营业费用            | 0      | 0        | 0      | 0      |
| 预付账款           | 187   | 101   | 120   | 134   | 管理费用            | 552    | 596      | 601    | 591    |
| 存货             | 470   | 690   | 684   | 666   | 财务费用            | 544    | 356      | 518    | 570    |
| 其他流动资产         | 345   | 221   | 279   | 299   | 资产减值损失          | 36     | 0        | 0      | 0      |
| <b>非流动资产</b>   | 34922 | 33924 | 34179 | 36669 | 公允价值变动收益        | -15    | 0        | 0      | 0      |
| 长期投资           | 1276  | 1278  | 1287  | 1278  | 投资净收益           | 81     | 0        | 0      | 0      |
| 固定资产           | 26710 | 28853 | 29944 | 31646 | <b>营业利润</b>     | 104    | -4001    | 556    | 1761   |
| 无形资产           | 115   | 145   | 175   | 205   | 营业外收入           | 45     | 0        | 0      | 0      |
| 其他非流动资产        | 6821  | 3647  | 2773  | 3540  | 营业外支出           | 5      | 0        | 0      | 0      |
| <b>资产总计</b>    | 50299 | 49678 | 51788 | 53743 | <b>利润总额</b>     | 144    | -4001    | 556    | 1761   |
| <b>流动负债</b>    | 9693  | 11717 | 12964 | 12685 | 所得税             | -11    | -600     | 83     | 264    |
| 短期借款           | 1554  | 4581  | 5346  | 4894  | <b>净利润</b>      | 155    | -3401    | 472    | 1497   |
| 应付账款           | 3832  | 3161  | 3438  | 3710  | 少数股东损益          | 25     | -349     | 56     | 190    |
| 其他流动负债         | 4307  | 3976  | 4180  | 4081  | <b>归属母公司净利润</b> | 131    | -3052    | 416    | 1307   |
| <b>非流动负债</b>   | 8154  | 8877  | 9277  | 10010 | EBITDA          | 648    | -2220    | 2655   | 4065   |
| 长期借款           | 4232  | 4682  | 5182  | 5882  | EPS (元)         | 0.01   | -0.26    | 0.04   | 0.11   |
| 其他非流动负债        | 3922  | 4195  | 4096  | 4129  | <b>主要财务比率</b>   |        |          |        |        |
| <b>负债合计</b>    | 17847 | 20593 | 22242 | 22696 | <b>成长能力</b>     |        |          |        |        |
| 少数股东权益         | 713   | 365   | 421   | 611   | 营业收入            | -10.8% | -28.2%   | 26.3%  | 12.3%  |
| 股本             | 11683 | 11683 | 11683 | 11683 | 营业利润            | -97.3% | -3951.4% | -86.1% | 216.9% |
| 资本公积           | 17181 | 17181 | 17181 | 17181 | 归属于母公司净利润       | -96.0% | -2437.4% | -86.4% | 213.8% |
| 留存收益           | 3480  | 428   | 844   | 2151  | <b>获利能力</b>     |        |          |        |        |
| 归属母公司股东权益      | 31738 | 28720 | 29125 | 30436 | 毛利率(%)          | 4.4%   | -11.3%   | 6.1%   | 9.1%   |
| <b>负债和股东权益</b> | 50299 | 49678 | 51788 | 53743 | 净利率(%)          | 0.4%   | -12.1%   | 1.3%   | 3.7%   |
| <b>现金流量表</b>   |       |       |       |       | ROE(%)          | 17.5%  | 0.4%     | -10.6% | 1.4%   |
| 单位: 百万元        |       |       |       |       | ROIC(%)         | 2.3%   | -10.4%   | 3.0%   | 6.0%   |
| <b>经营活动现金流</b> | 3329  | -2107 | 1650  | 4220  | <b>偿债能力</b>     |        |          |        |        |
| 净利润            | 155   | -3401 | 472   | 1497  | 资产负债率(%)        | 35.5%  | 41.5%    | 42.9%  | 42.2%  |
| 折旧摊销           | 0     | 1425  | 1581  | 1733  | 净负债比率(%)        | 50.05% | 57.60%   | 59.84% | 59.47% |
| 财务费用           | 544   | 356   | 518   | 570   | 流动比率            | 1.59   | 1.34     | 1.36   | 1.35   |
| 投资损失           | -81   | 0     | 0     | 0     | 速动比率            | 1.53   | 1.29     | 1.31   | 1.29   |
| 营运资金变动         | 0     | -491  | -923  | 416   | <b>营运能力</b>     |        |          |        |        |
| 其他经营现金流        | 2711  | 4     | 2     | 3     | 总资产周转率          | 0.71   | 0.50     | 0.63   | 0.68   |
| <b>投资活动现金流</b> | -9118 | -375  | -1851 | -4217 | 应收账款周转率         | 9      | 9        | 9      | 9      |
| 资本支出           | 6997  | 380   | 1800  | 4200  | 应付账款周转率         | 8.36   | 8.02     | 9.06   | 9.10   |
| 长期投资           | -21   | 2     | 9     | -9    | <b>每股指标 (元)</b> |        |          |        |        |
| 其他投资现金流        | -2142 | 7     | -42   | -26   | 每股收益(最新摊薄)      | 0.01   | -0.26    | 0.04   | 0.11   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1117  | 2570  | 931   | -383  | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.28   | -0.18    | 0.14   | 0.36   |
| 短期借款           | 1554  | 3027  | 766   | -452  | 每股净资产(最新摊薄)     | 2.72   | 2.46     | 2.49   | 2.61   |
| 长期借款           | 1000  | 450   | 500   | 700   | <b>估值比率</b>     |        |          |        |        |
| 普通股增加          | 0     | 0     | 0     | 0     | P/E             | 461.67 | -19.75   | 144.79 | 46.14  |
| 资本公积增加         | -641  | 0     | 0     | 0     | P/B             | 1.90   | 2.10     | 2.07   | 1.98   |
| 其他筹资现金流        | -795  | -907  | -334  | -631  | EV/EBITDA       | 91     | -26      | 22     | 14     |
| <b>现金净增加额</b>  | -4722 | 88    | 730   | -380  |                 |        |          |        |        |

## 国元证券投资评级体系：

### (1)公司评级定义

|      | 二级市场评级                                |   | 公司质地评级           |
|------|---------------------------------------|---|------------------|
| 强烈推荐 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上        | A | 公司长期竞争力高于行业平均水平  |
| 推荐   | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间      | B | 公司长期竞争力与行业平均水平一致 |
| 中性   | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间 | C | 公司长期竞争力低于行业平均水平  |
| 回避   | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上         |   |                  |

### (2)行业评级定义

|    |                                         |
|----|-----------------------------------------|
| 推荐 | 行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上    |
| 中性 | 行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内 |
| 回避 | 行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上    |

### 免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn