

湘财证券研究所
交通运输行业

刘正

Tel: 021-68634510-8078

E-Mail: lz2941@xcsc.com

目标价格：6.03元
交易数据

当前价格：4.59元

总股本：116.83亿股

流通A股：23.37亿股

流通H股：37.51亿股

H股价格：3.06港元

相关研究报告

12月31日，《中海集运（601866）：运量和运价双改善提升2010年业绩》

投资要点

- **全球最大的班轮公司之一，但历史发展模式难再复制。**中海集运为我国第二大海运企业集团中海集团下属的专业从事班轮运输的企业。公司抓住有利时机仅用5年时间即发展成为世界最大的集运公司之一。但未来全球贸易形势仍不明朗，尤其中国出口已经结束了快速增长期，在未来出口形势面临多重压力的背景下，中海集运面临的长期发展环境已经转变。
- **船队覆盖国际主要航线，沿海集运市场地位高。**中海集运船队至2009年11月运载能力约49.15万标箱，船舶平均船龄仅4.70年，且购入或租入船舶成本较低，船队本身具有较高的市场竞争力。此外，公司开辟了至欧美及日韩和澳大利亚等主要国家的航线，沿海市场份额超过50%，地位突出。
- **2009年最黑暗时刻已过，业绩回升需欧美两大航线量价齐升。**在金融危机的冲击下，占公司收入半壁江山的欧美航线出现运价下滑和运量疲软情形，导致公司2009年业绩大幅度亏损。鉴于经济先行指标的向好和全球经济的恢复，欧美航线有望于2010年明显改观。
- **公司与同业相比单位运价及毛利水平波动较大。**公司与海皇轮船等同业公司相比，欧美航线单箱平均运价还存在差距，且波动幅度较大，导致公司毛利率水平明显波动，此外公司运营能力仍存在提高的潜力。
- **提价行动及运力负增长或助公司2010年扭亏为盈。**中海集运继2009年一轮提价之后将在1月开始新一轮的涨价行动，此外公司运力仍将继续减少，给公司提升运营效率预留空间，且公司有力度的削减成本措施将与运价运量提升和运营效率提高一起助公司扭转亏损局面。
- **首次给予“增持”评级。**运力增长及市场回暖将提升2010年业绩水平，预计2009~2011年公司EPS分别为-0.48元、0.12元和0.24元，首次给予公司“增持”评级，目标价6.03元。
- **投资风险提示：**全球贸易延续颓势风险，运力供给风险，运价风险等。

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	35,110	19,834	29,900	34,397
净利润（百万元）	155	-5,598	1,396	2,772
EPS（元）	0.01	-0.48	0.12	0.24
PE	454	n.a	43	21
PB	1.87	2.22	2.11	1.92
ROE	0.41%	-20.98%	4.91%	8.93%

目 录

1、历史发展机遇或难再现	5
1.1A 股唯一专业从事集运业务的上市公司	5
1.2 逆周期投资，5 年打造出世界级班轮公司	6
1.3 再遇金融危机，以往发展模式恐难复制	8
2 业务陷入市场困局，多管齐下备战 2010	11
2.1 覆盖国际主要航线，沿海市场地位颇高	12
2.2 “解铃还须系铃人”，扭转颓势要靠两大航线量价齐升	12
2.3 经济复苏趋势支撑提价行动	18
2.4 资本投资谨慎体现公司决策智慧	20
2.5 加强成本管理将成为常态	21
3 毛利水平波动较大，运营能力有待提高	22
4 盈利预测与投资评级	24
4.1 关键假设	24
4.2 盈利预测	25
4.3 估值分析和投资建议	29
4.4 风险提示	30

图目录

图 1 2008 年中海集团运输主业收入来源	5
图 2 2008 年末中海集团资产构成	6
图 3 中海集运运力及增速	6
图 4 全球前 10 大班轮公司	7
图 5 公司运力扩张时期集装箱新船价格和租船价格	7
图 6 我国进出口总额	8
图 7 沿海集装箱吞吐量及增速	8
图 8 人民币兑美元汇率走势	9
图 9 美国零售额月度增速	9
图 10 欧盟零售额月度增速	10
图 11 美国消费者信心指数	10
图 12 全球经济及贸易增速	11
图 13 集装箱运力交付量和运力增速	11
图 14 中海集运 2008 年收入结构	12
图 15 中海集运收入结构变化趋势	13
图 16 公司太平洋航线收入及增速	13
图 17 中国对美国出口额及增速	14
图 18 2009 年以来 CCFI 走势	15
图 19 CCFI 美国航线运价指数	15
图 20 中海集运欧洲/地中海航线收入及增速	16
图 21 欧洲航线运价指数	17
图 22 中美 PMI 回升	18
图 23 美国新订单指数	19
图 24 2009 年我国沿海主要港口月度吞吐量及增速	19
图 25 中海集运 2009 年上半年经营成本构成	21
图 26 2009 年以来新加坡 380#燃油价格走势	22
图 27 中海集运营收和利润变动趋势	23
图 28 中国出口集装箱运价指数 CCFI 预测	24
图 29 EIA 关于燃油价格最新预测	25
图 30 中海集运近一年市场表现	30

表目录

表 1 至 2009 年 10 月美国港口集装箱吞吐量	14
表 2 太平洋航线单箱平均运价比较表	16
表 3 欧洲航线单箱平均运价比较表	17
表 4 部分集运公司涨价计划	20
表 5 订单量占现有运力比例比较表	21
表 6 中海集运毛利率与可比集运公司对比	23
表 7 中海集运关键财务指标变动表	24
表 8 中海集运收入预测表	26
表 9 中海集运营业成本预测表	27
表 10 中海集运财务报表	28
表 11 中海集运营业成本预测表	29
表 12 境外上市可比集运公司估值表	29

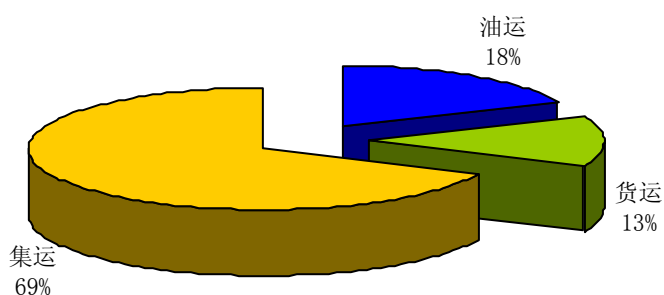
1、历史发展机遇或难再现

1.1A 股唯一专业从事集运业务的上市公司

中海集运是中国海运“集团”总公司（以下简称“中海集团”）下属的专业从事集运业务的上市公司，目前也是 A 股唯一一家以集运业务为主的上市公司。

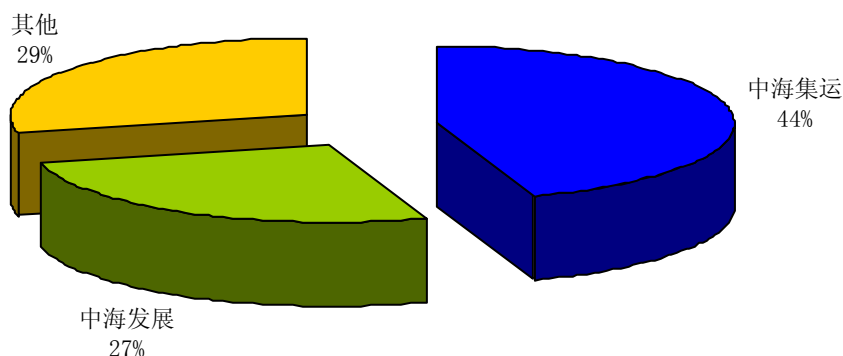
中海集团是国务院国资委下属的国内第二大航运企业集团，拥有集运、油运和货运三大航运主业。而中海集团的集运业务及相关的码头业务均由中海集运运营管理，2008 年末中海集运资产占中海集团的 44%，收入占三大主业的 69%，且中海集运的业务是中海集团发展的成果和经营水平的重要体现。

图 1 2008 年中海集团运输主业收入来源



数据来源：公司资料，中海发展资料，湘财证券研究所

图 2 2008 年末中海集团资产构成



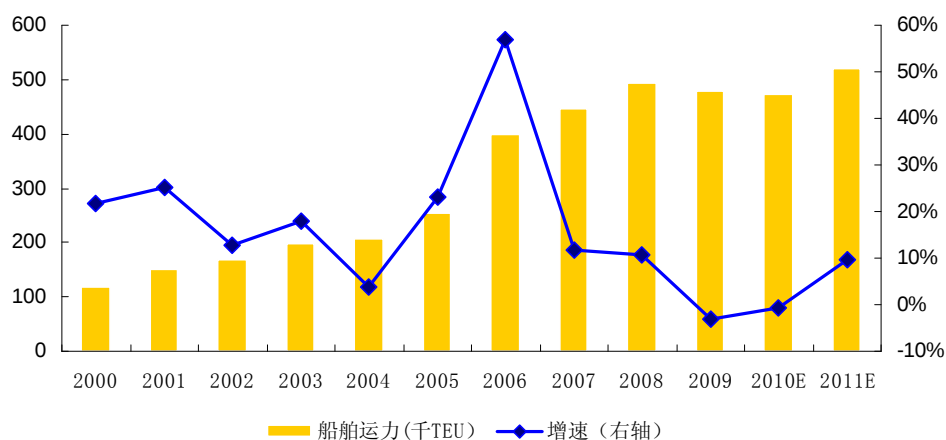
数据来源：公司资料，中海发展资料，湘财证券研究所

1.2 逆周期投资，5 年打造出世界级班轮公司

崛起于亚洲金融危机

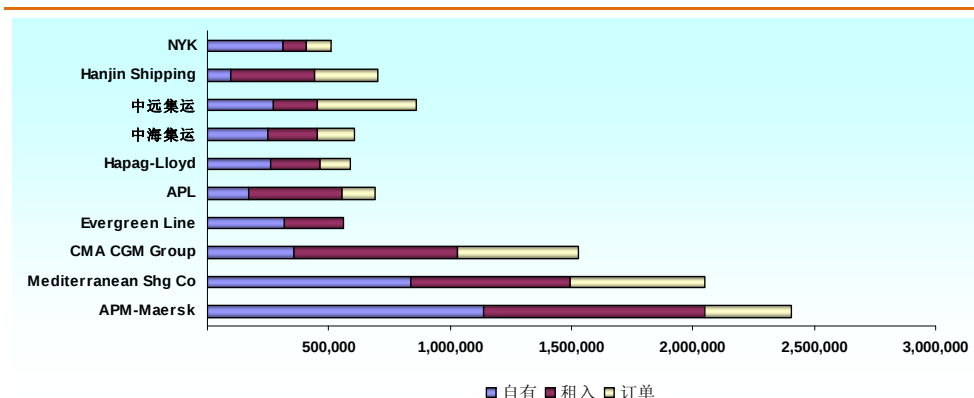
1997 年中海集团成立，并遭遇亚洲金融爆发，此时公司仅有 0.56 万 TEU 载运能力，而经历 1998 年和 1999 年逆周期投资，中海集运两年间载运能力迅速提升至 9.82 万 TEU。2002~2003 年间，中海集运抓住有利时机，在船价相对低点时或购买或租入，保证了公司的运力规模在 2007 年能够达到 43.40 万 TEU，跻身于世界最大班轮公司前十。此外，公司购入新船或租入运力船价和租金较低，确立了公司的成本竞争优势。

图 3 中海集运运力及增速



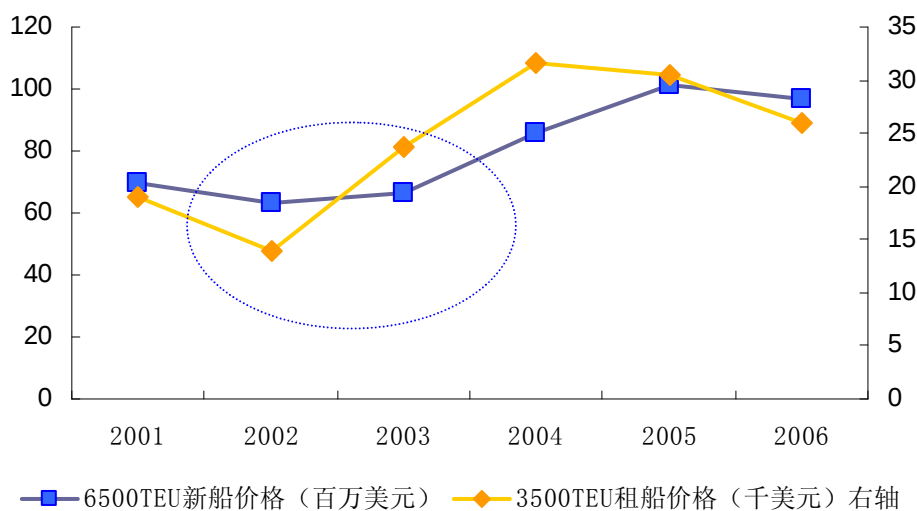
数据来源：公司资料，湘财证券研究所

图 4 全球前 10 大班轮公司



数据来源: Axs-alphaliner, 湘财证券研究所

图 5 公司运力扩张时期集装箱新船价格和租船价格

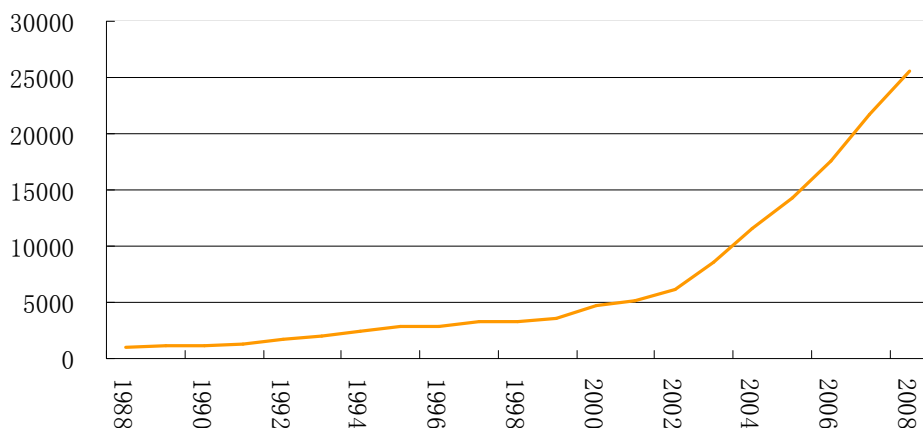


数据来源: 公司资料, 湘财证券研究所

我国 10 年外贸黄金发展期为公司快速发展提供了广阔市场

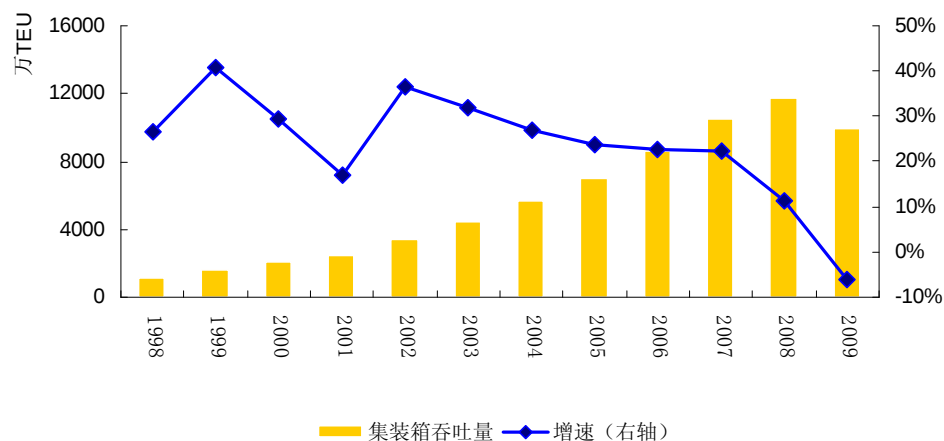
1998~2007 年间, 由于我国对外贸易的快速发展, 沿海集装箱吞吐量连年快速增长, 平均增速达到 28%, 从 1998 年的 1159 万 TEU 增长至 2008 年的 1.17 亿 TEU。而正是我国外贸的快速发展为中海集运提供了业务迅速发展的市场基石。

图 6 我国进出口总额



数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

图 7 沿海集装箱吞吐量及增速



数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

1.3 再遇金融危机，以往发展模式恐难复制

金融危机再爆发，威胁或大于机会

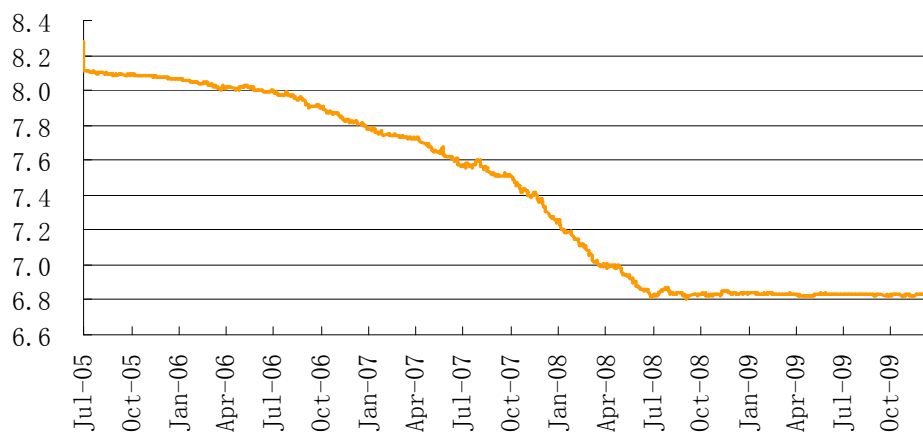
2008 年底，再次爆发大规模的金融危机，此次危机的重灾区从亚洲转移至欧美等西方发达国家。对于善于“抄底”的中海集运，从当前的外部形势看，缘于下述因素造成公司难以复制以往的成功发展模式。

人民币升值因素削弱中国出口产品竞争力

2005 年汇率改革以来，人民币兑美元进入升值通道，虽然 2008 年下半年以来汇率较为稳定，但未来仍面临升值压力。对于中国的出口部门来讲，除了汇率

因素削弱出口的产品价格竞争力外，不断增长的劳动力和原材料成本亦给我国的出口前景蒙上阴影。未来中国的出口或难现前一个 10 年的持续增长景象。

图 8 人民币兑美元汇率走势



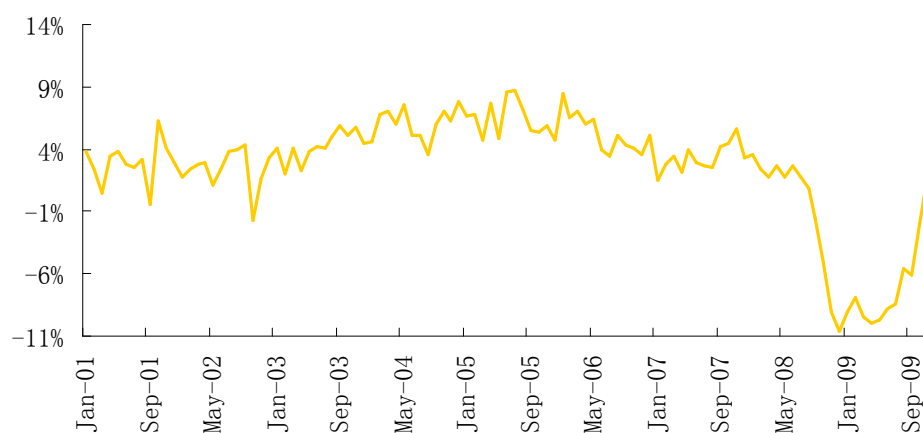
数据来源：中国人民银行，湘财证券研究所

对于业务与中国出口形势密切相关的中海集运来讲，出口动力的削弱无疑会增加业务规模扩大的难度。

需求形势略有改观，恢复或将面临长期过程

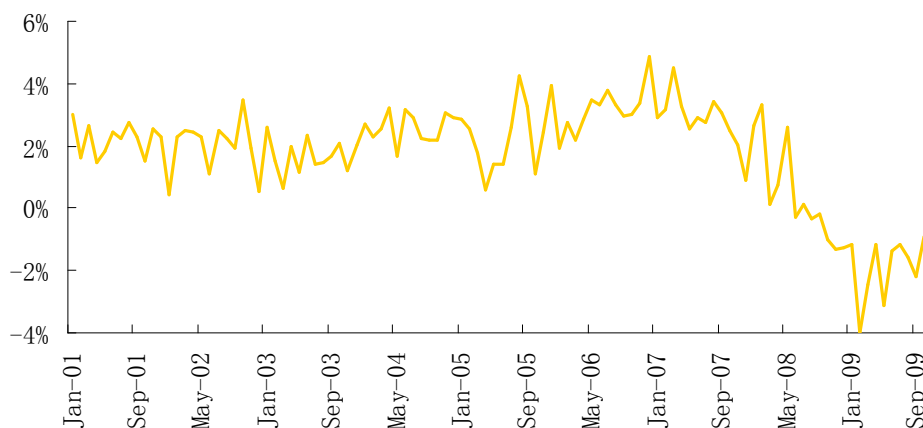
2009 年下半年欧美经济在政策的刺激下略有起色，零售数据有所改观，但欧洲的零售额增速仍不理想。欧美消费需求的恢复或将是一个长期的过程，但预计恢复具有一定的持续性。

图 9 美国零售额月度增速



数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

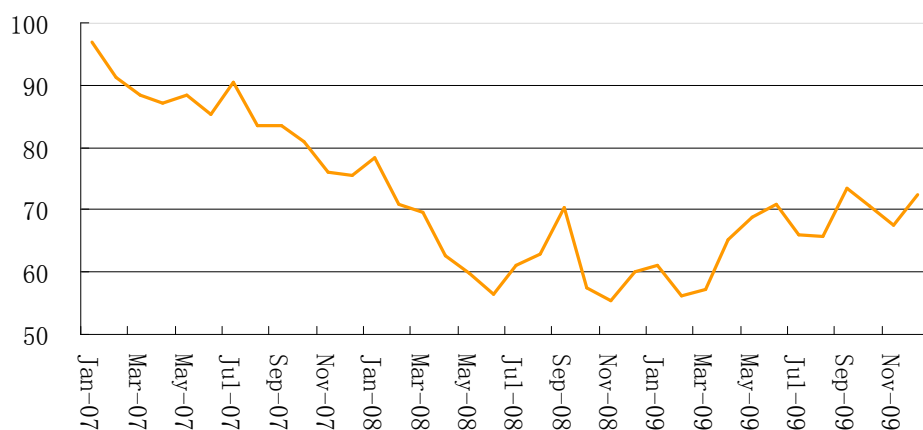
图 10 欧盟零售额月度增速



数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

2009 年 12 月美国消费者信心指数回升至 72.50, 比最低的 55 左右有明显的回升。鉴于美国的新订单指数已经攀升至三年来的最高位, 我们认为未来的经济复苏仍将持续。

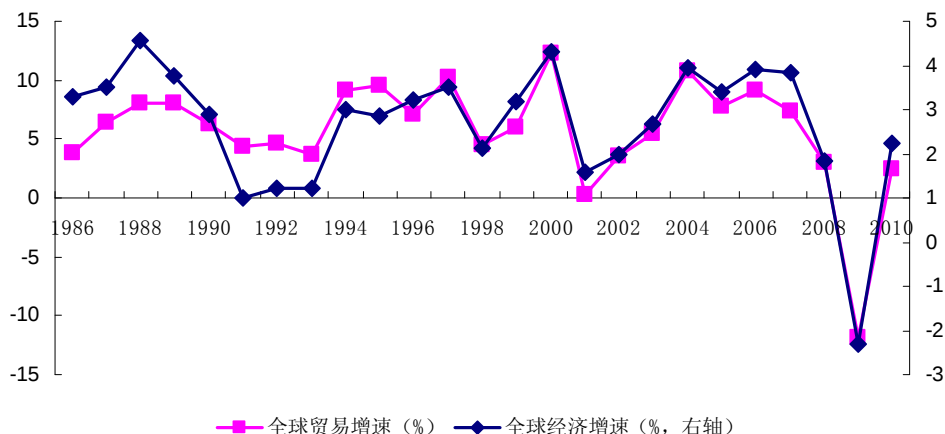
图 11 美国消费者信心指数



数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

根据国际货币基金组织的最新预测, 2010 年全球经济增速将超 3%, 但贸易额预测仅增长 2.47%, 这与 1986 年以来贸易额增速对全球经济增速的敏感度达到 2.5 倍形成强烈反差, 亦表明权威组织对 2010 年贸易形势仍不甚乐观, 2010 年对集运行业需求支撑力度与前 10 年贸易增长速度差距较大。

图 12 全球经济及贸易增速



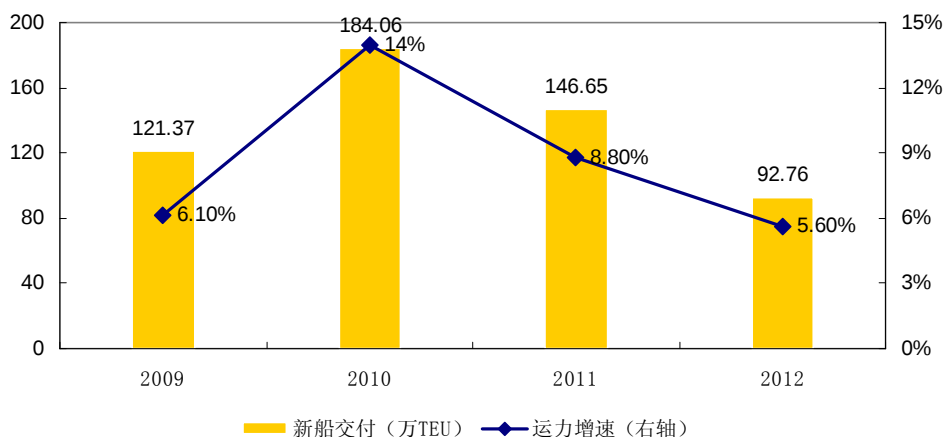
数据来源：IMF，湘财证券研究所

供给压力凸显，两年内甚至更长时间行业难获超额利润

根据 Axs-alphaliner 预测，2010 年和 2011 年集装箱运输船舶交付量达到 184 万和 147 万 TEU，增速分别达 14%和 9%，加上当期超过 10%的闲置运力，可见未来两年的供给压力可见一斑。

2008 年第四季度和 2009 年第一季度，市场需求下降和运力的增加对市场构成了重压，运价曾经一度下跌至班轮公司现金成本都无法覆盖的情形。而在各个联盟和班轮公司合力削减运力的努力下，运价尤其是欧洲航线的运价回升明显。但未来运力的供给形势将使行业短期内难以获得较高的利润水平，此背景下中海集运再次在低谷时规模扩张或不现实。

图 13 集装箱运力交付量和运力增速



数据来源：Axs-alphaliner，湘财证券研究所

2 业务陷入市场困局，多管齐下备战 2010

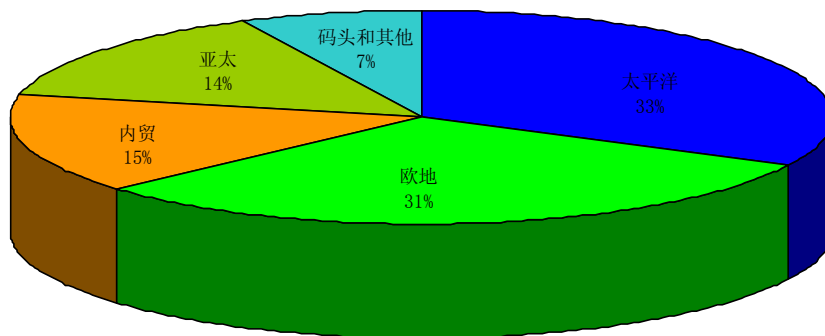
2.1 覆盖国际主要航线，沿海市场地位颇高

根据公司发布的最新数据，至 2009 年 11 月中海集运运载能力约 49.15 万标箱，其中每艘运载能力逾 4000 标箱的大型船舶超过 75 艘，占总运力的 86.6%，平均船龄 4.70 年。总体而言，中海集运船队本身具有较高的竞争力。

从航线看，中海集运开辟了与中国有贸易往来的主要国家，包括欧洲、美洲及亚洲周边国家和西非及澳大利亚等，至中国各港口之间的航线，还在沿海内贸航线及支线方面具有较高的市场地位。

中海集运收入来自集运和码头业务，正常年份公司的集运业务收入则主要来自太平洋和欧洲/地中海两大航线，2008 年两大航线占总营业收入的比例达 64%。受到金融危机的影响，欧洲航线收入从 30% 以上的比例锐减至 2009 年上半年的 20%，而内贸航线的收入比例则提升至 19.2%。

图 14 中海集运 2008 年收入结构

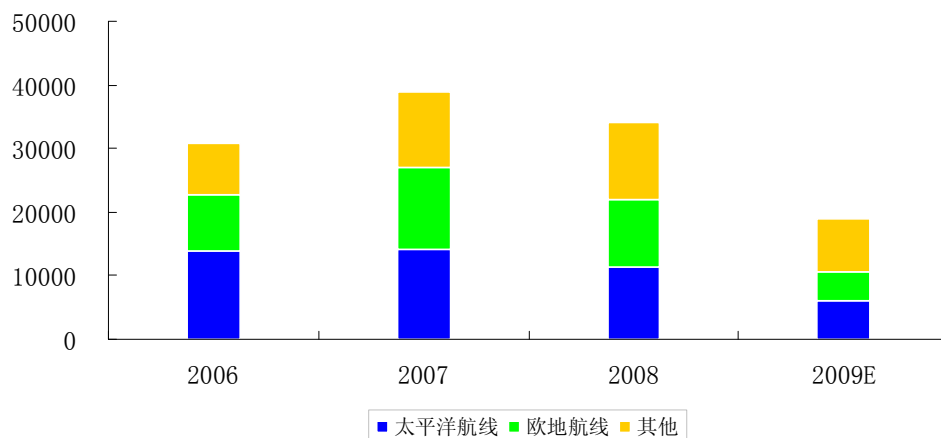


数据来源：公司数据，湘财证券研究所

2.2 “解铃还须系铃人”，扭转颓势要靠两大航线量价齐升

跨太平洋航线和欧洲航线是中海集运最重要的收入来源，2006 年两大航线收入比例曾高达 72.2%，是当时收入的绝对来源，2009 年上半年两者合计占公司总收入的比例下降至 54.4%。

图 15 中海集运收入结构变化趋势

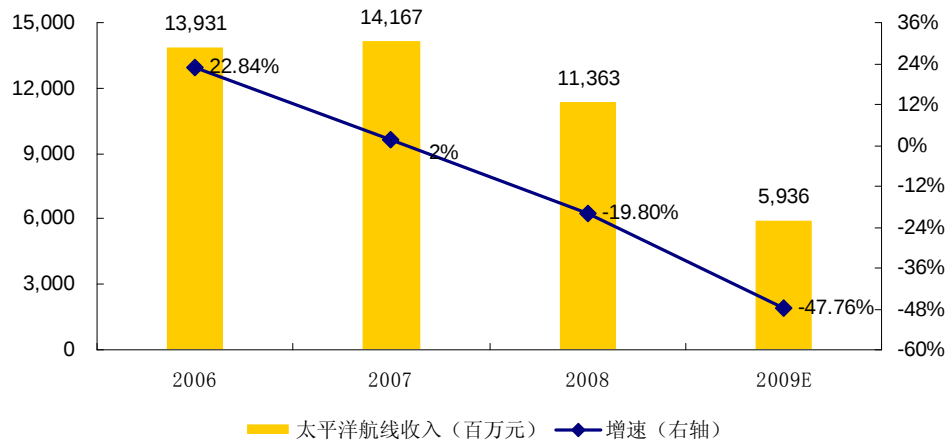


数据来源：公司资料，湘财证券研究所

太平洋航线：2009 年全年无任何起色

2006 年以来，公司太平洋航线收入进入持续下滑状态。从重箱量看，公司 2009 年集装箱运输量同比或将仅下滑 9% 左右，单箱平均运价预计将下降 43%，导致公司全年收入下滑接近 50%。

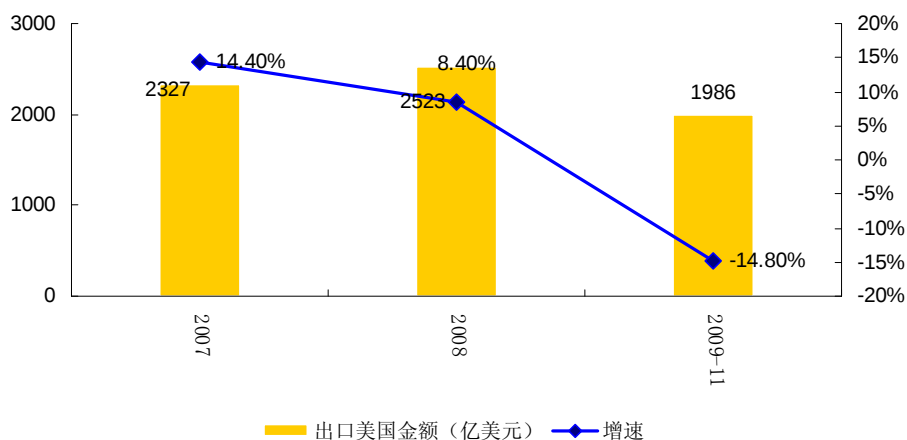
图 16 公司太平洋航线收入及增速



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

太平洋航线受到中国对美国出口形势的影响较大。近三年中国对美国出口增速呈明显的放缓趋势，2009 年前 11 个月出口增速同比下降近 15%，对美出口形势的严峻是造成公司太平洋航线收入下滑的最主要因素。

图 17 中国对美国出口额及增速



数据来源：海关总署，湘财证券研究所

从美国港口集装箱吞吐量看，由于美国消费力的下降，其进口量的疲软直接导致美国港口集装箱吞吐量的明显下降。2009 年前 10 个月，美国各港口集装箱吞吐量累计比上年同期下降 15.4%，其中西海岸下降幅度最大，达到 16.4%。美国集装箱吞吐量下降程度与中国对美国出口额的下降程度完全一致。

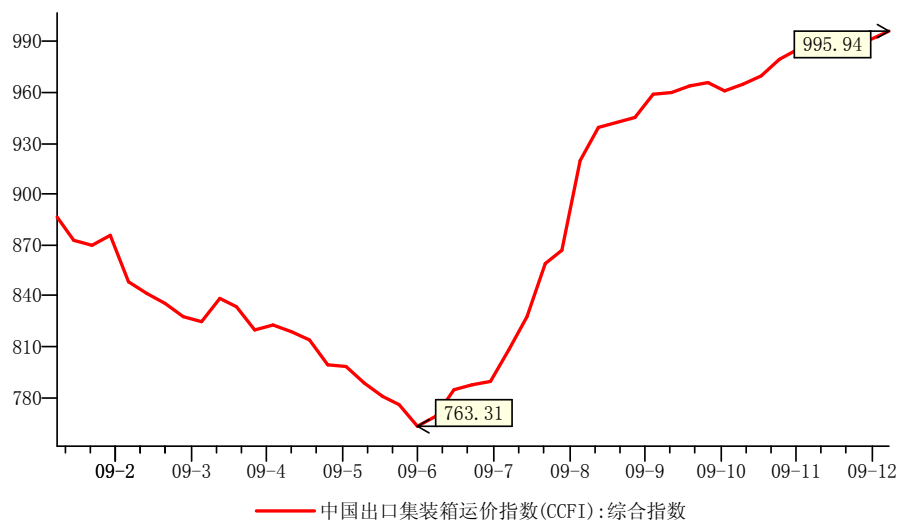
表 1 至 2009 年 10 月美国港口集装箱吞吐量

	Total TEU Trade		YTD	Market Share	
	2009 YTD	2008 YTD	Growth	YTD 2009	YTD 2008
TOTAL U. S.	20,446,571	24,177,905	-15.40%	100.00%	100.00%
WEST COAST	10,196,796	12,190,301	-16.40%	49.70%	49.40%
EAST COAST	8,678,149	10,279,774	-15.60%	42.90%	42.90%
GULF	1,571,626	1,707,830	-8.00%	7.40%	7.60%

数据来源：October U.S. Port Rankings-Journal of Commerce，湘财证券研究所

2009 年公司太平洋航线收入下降的另外一个因素是运价的下跌。虽然中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 全年收于 996 点，比年初上涨 5.22%，但 2009 年 CCFI 平均仅为 881 点，比 2008 年的 1121 点下降 21.41%。

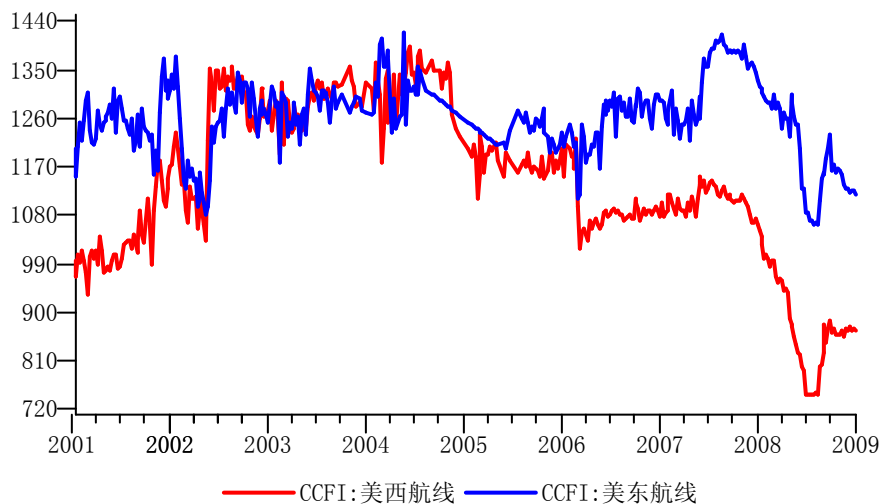
图 18 2009 年以来 CCFI 走势



数据来源:Wind资讯, 湘财证券研究所

由于与大货主签订的长期价格协议继续执行, 美国航线运价一直较为疲软。但是从中海集运和中远集运的提价方案看, 2010 年美线提价将是必然事件。此外, 春季与大货主的运价谈判对全年该航线收入影响较大, 我们预计运价料将提升。但是 2009 年美线较低的运价水平无疑拉低了中海集运太平洋航线的收入水平。

图 19 CCFI 美国航线运价指数



数据来源:Wind资讯, 湘财证券研究所

中海集运太平洋航线的单箱运价表现及变化与业内其他班轮公司存在一定的差距。公司该航线单箱收入自 2005 年以来均低于中远集运和海皇轮船, 此外,

三年多以来该航线单箱运价下降幅度也高于上述两公司。产生这种差异的原因除了统计因素外，我们认为跟公司的揽货能力、市场竞争力和船舶的装载率密切相关。

表 2 太平洋航线单箱平均运价比较表

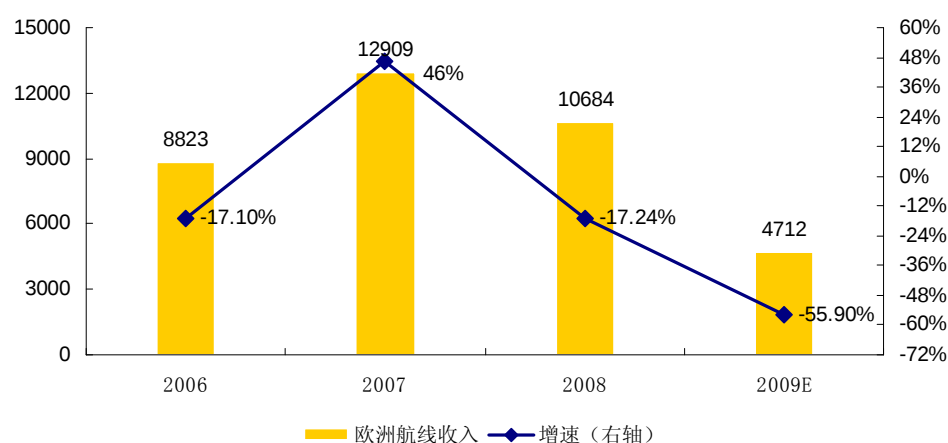
		2005	2006	2007	2008	2009. 1H
海皇轮船	TEU运价	14,333	12,791	12,217	13,334	11,997
	YOY		-10.76%	-4.49%	9.15%	-10.03%
中海集运	TEU运价	10,082	9,725	8,702	8,714	5,533
	YOY		-3.55%	-10.52%	0.14%	-36.51%
中远集运	TEU运价	10,581	10,264	9,466	9,966	6,682
	YOY		-3.00%	-7.77%	5.28%	-32.95%

数据来源：公司资料，中国远洋推介资料，海皇轮船网站，湘财证券研究所

欧洲航线：起起落落，对公司营收影响巨大

2007 年，由于我国在对欧洲良好的贸易形势，公司欧洲航线单箱收入出现明显的上升，公司欧洲航线收入大幅度增长 46%。2008 年该航线收入下降超过 17%，预计 2009 年下降则达 56%。

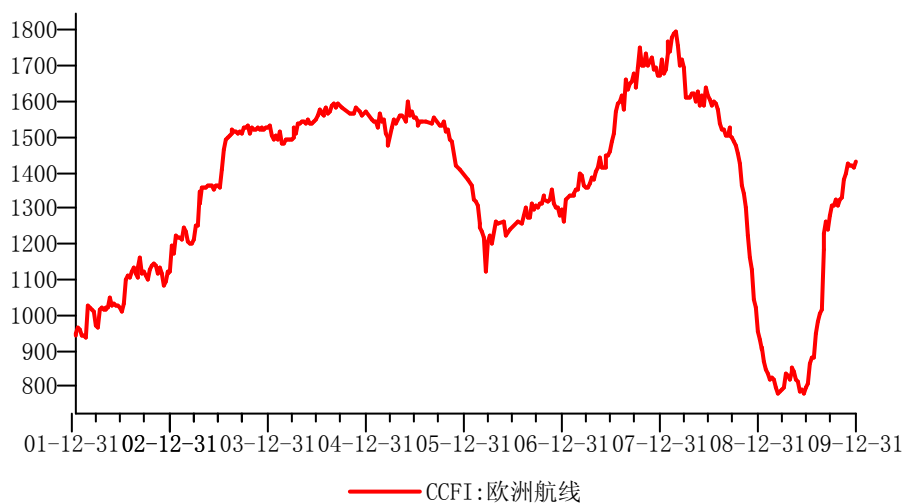
图 20 中海集运欧洲/地中海航线收入及增速



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

2008 年至 2009 年 1 季度，中国出口集装箱运价指数 CCFI 欧洲航线运价指数跌幅较大，从 1799 点跌至 777 点，最大跌幅达 57%。但在各公司削减运力以及需求出现回暖的背景下，欧洲航线涨幅较为明显，目前已至 1432 点，涨幅达 84.3%。

图 21 欧洲航线运价指数



数据来源: Wind资讯, 湘财证券研究所

2007 年, 中海集运欧洲航线单箱运价表现较好, 比 2006 年猛升超过 35%, 但单箱运价与其他班轮公司仍有差距。2008 年以来单箱运价不断下降, 2009 年上半年降幅更达 60%, 明显高于中远集运和海皇轮船。欧洲航线市场起伏变化成为影响公司收入和业绩的最重要因素之一。

表 3 欧洲航线单箱平均运价比较表

		2005	2006	2007	2008	2009. 1H
海皇轮船	TEU运价	10, 789	9, 353	10, 395	10, 788	6, 939
	YOY		-13. 32%	11. 15%	3. 78%	-35. 68%
中海集运	TEU运价	8, 507	6, 527	8, 854	7, 763	3, 101
	YOY		-23. 27%	35. 65%	-12. 32%	-60. 06%
中远集运	TEU运价	9, 131	8, 086	10, 348	8, 806	4, 280
	YOY		-11. 44%	27. 98%	-14. 90%	-51. 40%

数据来源: 公司资料, 中国远洋推介资料, 海皇轮船网站, 湘财证券研究所

内贸航线: 市场地位突出

在内贸航线上中海集运整体实力最强, 经过 2006 年和 2007 年两年的 22%和 61%的快速增长, 公司内贸航线重箱量超过 270 万 TEU, 内贸航线收入占总收入的比例在 2009 年半年达到 19%, 所占内贸航线市场份额超过 50%, 部分港口接

近 90%。

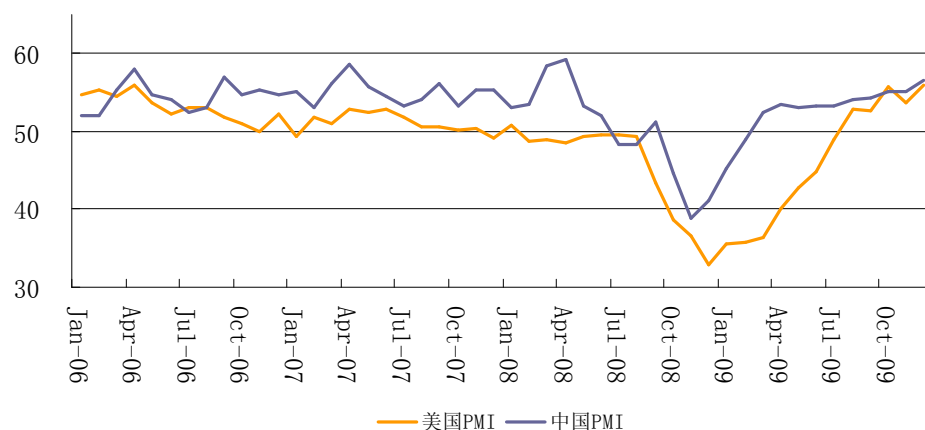
我们认为内贸航线市场较为稳定，而公司较高的市场地位有利于公司合理安排航线，提升资源利用率，对公司整体业绩水平下降起到一定的缓冲作用。

2.3 经济复苏趋势支撑提价行动

经济延续复苏趋势确定性较高，有利于提振集运需求

IMF 虽对 2010 年的贸易形势估计不甚乐观，贸易增长尚不能超过经济增速。但值得关注的是，近期美国发布的 PMI 已经达到 55.9%，为 2006 年 5 月份以来的最高值，此外我国的 PMI 也达到了 56.6%。PMI 的上升意味着经济进一步复苏还将继续。

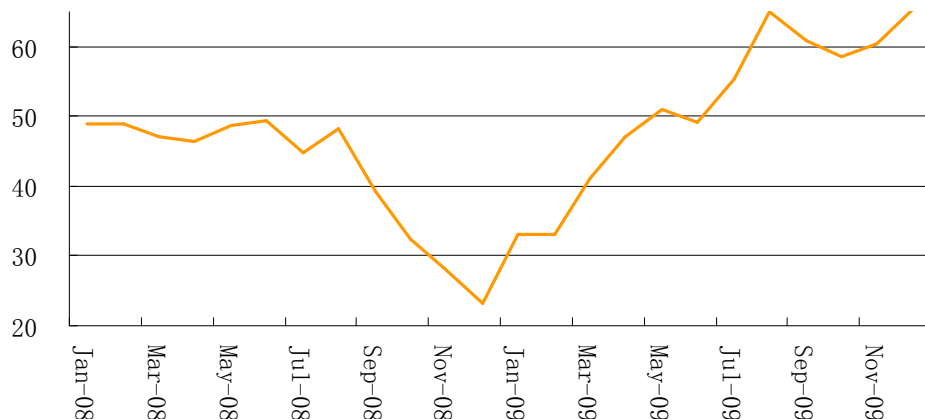
图 22 中美 PMI 回升



数据来源：BLOOMBERG，湘财证券研究所

除了 PMI 指标之外，美国经济先行指标——新订单指数亦从底部强劲回升，2009 年 12 月 31 日，该指数为 65.5，处在 5 年来的最高点左右。

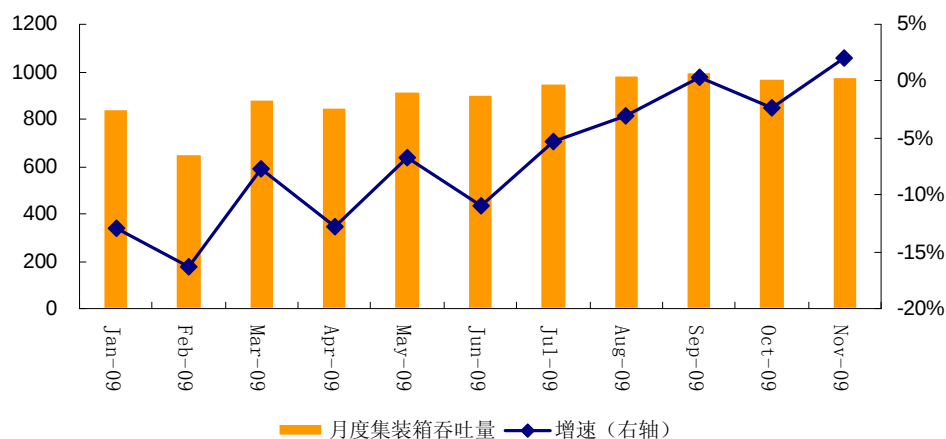
图 23 美国新订单指数



数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

随着经济的不断向好，我国沿海主要港口月度集装箱吞吐量有所提升，2009 年 11 月份为 978 万 TEU，距再次突破千万 TEU 大关只有一步之遥。

图 24 2009 年我国沿海主要港口月度吞吐量及增速



数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

航线涨价势在必行，有助提升公司收入水平

集运低价竞争使班轮公司整体亏损，为了自救，下半年各班轮公司纷纷采取提价措施。中海集运在 7 月、8 月和 11 月一轮涨价后，2010 年起将对各条航线展开新一轮提价。我们认为这不是公司的单个行为，事实上各大集运公司均开始了对航线的调升计划。

表 4 部分集运公司涨价计划

公司	航线	价格调升金额	生效日期
长荣	欧洲/地中海航线	250美元/TEU	2月1日
	欧洲/地中海航线	300美元/TEU	1月1日
	欧洲/地中海航线	100美元/TEU	1月1日
中海集运	欧洲/地中海航线	200美元/TEU	1月15日
	欧洲/地中海航线	燃油紧急附加费调升至250美元/TEU	1月1日
	美国航线	加收ERC400-500美元/FEC	1月15日
	美国航线	加收CRP300美元/FEC	2月1日
	美国航线	ERM320美元/TEU, 400美元/FEU	1月15日
中远集运	美国航线	ERM320美元/TEU, 400美元/FEU	1月15日

数据来源：公司资料，长荣和中远网站，湘财证券研究所

经济形势的逐渐好转为集运公司提供了提价的底气，提价也是集运行业摆脱盲目竞争、合力使行业走出底部的必然选择。我们认为运价的上涨和运量的上升将提升 2010 年中海集运收入水平。

2.4 资本投资谨慎体现公司决策智慧

中海集运 2006 年以来运载能力增加较为平缓，2007 年和 2008 年仅分别增长 10%左右，而 2009 年和 2010 年运载能力将分别下降 3%和 0.7%。

公司运力的平缓增长甚至下降为公司调整经营策略、应对集运行业调整预留了较大的空间，也为度过本次行业深度调整保留了实力，体现出公司所具有的一贯决策能力。

公司现有订单运载能力为 15.04 万 TEU，交船计划期在 2011 年及以后年份，预计 2011 年公司运载能力增至 52.04 万 TEU。目前公司订单量占原有运力的比例为 33.2%，该比例处于全球主要集运企业的第十位，而中远集运这一比例高达 90.6%，也预示着未来中远集运规模将超过公司规模。

表 5 订单量占现有运力比例比较表

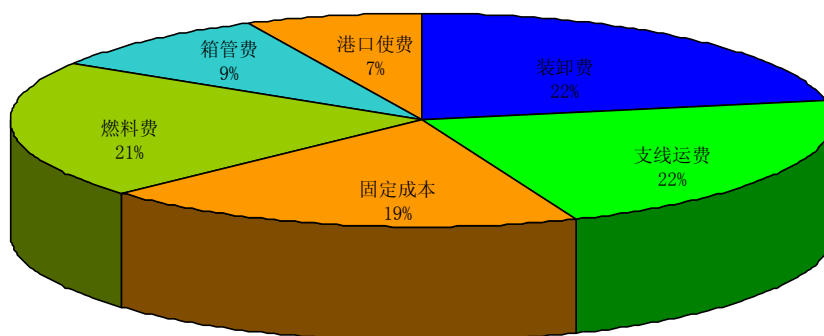
Rnk	Operator	Total		Owned		Chartered			Orderbook		
		TEU	Ships	TEU	Ships	TEU	Ships	% Chart	TEU	Ships	% existing
1	COSCO Container L.	452,506	133	271,897	93	180,609	40	39.9%	409,826	53	90.6%
2	Zim	305,523	94	147,896	34	157,627	60	51.6%	203,826	21	66.7%
3	UASC	196,237	49	113,596	27	82,641	22	42.1%	122,078	10	62.2%
4	Hanjin Shipping	440,299	99	95,488	18	344,811	81	78.3%	261,948	28	59.5%
5	CMA CGM Group	1,030,726	353	354,388	87	676,338	266	65.6%	497,512	59	48.3%
6	Yang Ming Line	312,962	77	195,437	46	117,525	31	37.6%	141,402	22	45.2%
7	MOL	341,820	91	148,706	27	193,114	64	56.5%	150,673	27	44.1%
8	K Line	342,043	90	196,903	35	145,140	55	42.4%	150,090	28	43.9%
9	Mediterranean Shg Co	1,493,894	390	836,306	203	657,588	187	44.0%	556,408	45	37.2%
10	CSCL	453,009	125	250,099	71	202,910	54	44.8%	150,400	16	33.2%

数据来源: Axs-alphaliner, 湘财证券研究所

2.5 加强成本管理将成为常态

中海集运的成本占比较高的主要有装卸费、燃料费、固定成本和支线运费。其中燃料费波动性最大，支线运费和装卸费可以通过措施降低，而固定成本波动较小。未来两年，集运行业超额利润或难再获取，公司通过积极的成本管理措施削减成本将成为常态。

图 25 中海集运 2009 年上半年经营成本构成

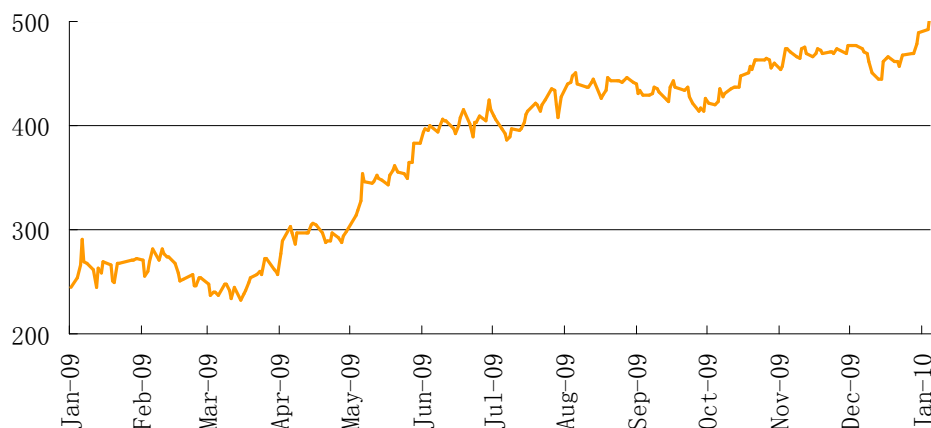


数据来源: 公司数据, 湘财证券研究所

低价位锁定燃油成本

2009 年初公司以 280 美元/吨价格购买 380#燃油 42 万吨，占 2009 年度燃油消耗量的约 20%，而 2009 年全年 380#燃油均价在 380 美元/吨，相当于公司节省燃油成本约 4200 万美元。

图 26 2009 年以来新加坡 380#燃油价格走势



数据来源：BLOOMBERG，湘财证券研究所

降低航速节约燃油成本

目前班轮公司普遍采用超低速动力来降低航速，以降低油耗控制燃油成本。此外，该行为亦降低了市场的有效运力，对于市场供给压力起到一定的缓解作用。

2009 年下半年以来，燃油价格较为稳定，不排除随着经济的变化价格出现上涨的可能，燃油成本的提升将对公司的盈利产生一定的影响，但由于所占成本比例不足 25%，油价上涨影响程度相对有限。

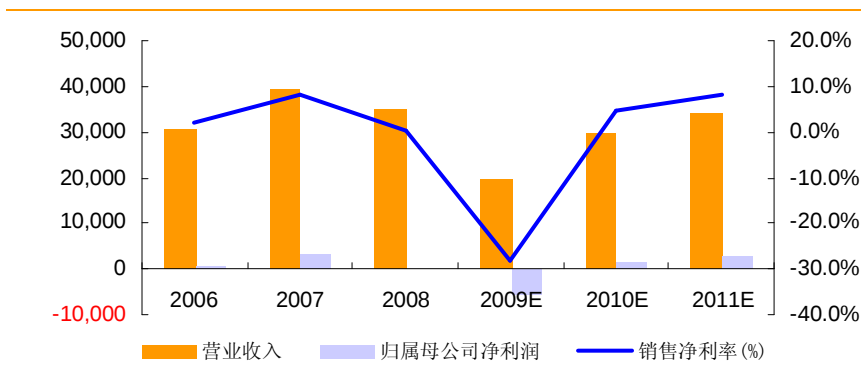
其他措施降低成本

公司采取多项措施降低港口使费及箱管成本。2009 年上半年，公司集装箱费用较上年同期下降近 40%，此外，削减中转航线、减少挂港及中转装卸等，降低港口使费超过 32%。与其他班轮公司联营降低成本，例如，与长荣共同联营远东-美西北航线，双方各投入 3 艘 5500TEU 船，即可以提高覆盖率，亦节约成本。

3 毛利水平波动较大，运营能力有待提高

中海集运营收自 2007 年高峰开始下滑，2009 年或将成为收入的最低谷。受到行业步入低谷，公司利润水平也一落千丈，净利润从 2007 年的 33 亿元至 2008 年的略有盈利再至 2009 年的亏损或超 55 亿元。

图 27 中海集运营收和利润变动趋势



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

公司的利润变动体现了强周期行业在遭受经济环境变动时所受到的巨大影响。但是，相比较同行业其他企业，公司的毛利率水平变动幅度较大。2006 年和 2007 年两年间，公司的毛利率水平明显高于长荣、阳明等其他集运公司。但 2009 年前三季度，中海集运的毛利水平下滑则最为剧烈，出现这种情形的原因可能来自公司的大客户比例较低、公司毛利水平对市场变动最为敏感所致。

表 6 中海集运毛利率与可比集运公司对比

	2006	2007	2008	2009.3Q
中海集运	6.76%	13.88%	4.36%	-34.02%
长荣	0.10%	9.90%	6.70%	-8.00%
阳明	0.03	8.87%	5.41%	-22.00%
海皇轮船	5.50%	7.30%	1.70%	-13.40%

数据来源：公司数据，长荣、阳明和海皇网站，湘财证券研究所

鉴于上述分析，我们认为在需求回暖和运价上升的背景下，公司的毛利率水平回升幅度有望最大。

此外，我们认为公司运营能力提升的空间仍然存在。虽然公司的应收账款周转效率有所提升，但 40 天左右的回升期与阳明 32-35 天的回收期还存在差距。此外公司的资产周转速度出现持续性的下滑，这与公司收入受环境因素影响较大有关外，公司权益资本的增加成为公司净资产周转率下降的主要因素之一。

表 7 中海集运关键财务指标变动表

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E
盈利能力	毛利率	26.72%	17.74%	6.76%	13.88%	4.36%
	净利率	18.37%	11.80%	2.17%	8.36%	0.37%
	ROA	16.17%	11.93%	2.18%	6.80%	0.26%
	ROE	27.76%	20.58%	4.14%	10.07%	0.41%
运营能力	应收账款周转天数	46.91	40.62	42.73	40.06	38.70
	总资产周转率	1.06	1.08	1.05	1.00	0.71
	净资产周转率	2.38	1.86	1.90	1.61	1.09

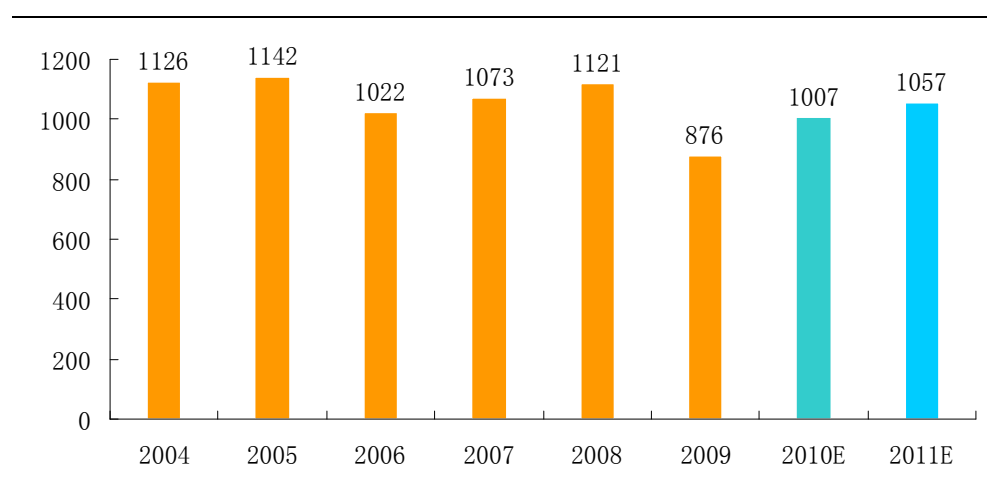
数据来源：公司数据，湘财证券研究所

4 盈利预测与投资评级

4.1 关键假设

- 1) 全球经济发展和国际贸易形势正常化
- 2) 中国出口集装箱运价指数均值 CCFI 回升至 1000 点以上水平

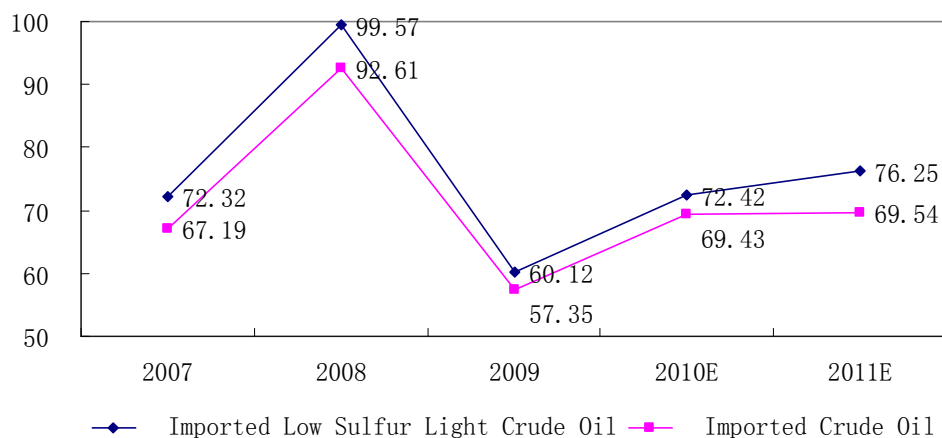
图 28 中国出口集装箱运价指数 CCFI 预测



数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

- 3) 原油价格上涨温和，其他成本较为稳定

图 29 EIA 关于燃油价格最新预测



数据来源：EIA，湘财证券研究所

4) 公司运力按照既定的时间投入运营

4.2 盈利预测

2010 年, 预计公司欧洲/地中海航线和太平洋航线收入将摆脱金融危机的影响而大幅度增长。其中, 欧地航线单箱运价提升 40%和运量提升 20%使该航线收入增长超过 60%, 此外太平洋航线运价提升 30%和运量增加 10%使该航线收入增长超过 40%。在两大航线收入增长的推动下, 预计 2010 年营业收入增长 37.70%。

表 8 中海集运收入预测表

	2008	2009E	2010E	2011E
太平洋航线（百万元）	11,363	5,936	8,488	9,804
YOY	-19.80%	-47.76%	43.00%	15.50%
重箱量（TEU）	1,303,937	1,187,145	1,305,860	1,371,152
YOY	-19.91%	-8.96%	10.00%	5.00%
单箱运价（元/TEU）	8,714	5,000	6,500	7,150
YOY	0.14%	-42.62%	30.00%	10.00%
欧洲/地中海航线（百万元）	10,684	4,712	7,916	9,559
YOY	-17.24%	-55.90%	68.00%	20.75%
重箱量（TEU）	1,376,178	1,198,726	1,438,471	1,510,395
YOY	-5.61%	-12.89%	20.00%	5.00%
单箱运价（元/TEU）	7,763	3,931	5,503	6,329
YOY	-12.32%	-49.37%	40.00%	15.00%
亚太航线（百万元）	4,976	3,175	3,810	4,191
YOY	-10.86%	-36.20%	20.00%	10.00%
重箱量（TEU）	1,370,933	1,546,486	1,701,135	1,871,248
YOY	11.18%	12.81%	10.00%	10.00%
单箱运价（元/TEU）	3,630	2,053	2,240	2,240
YOY	-19.82%	-43.44%	9.09%	0.00%
国内航线（百万元）	5,490	3,975	4,800	5,292
YOY	26.41%	-27.60%	20.75%	10.25%
重箱量（TEU）	2,709,974	2,632,396	2,764,016	2,902,217
YOY	-1.42%	-2.86%	5.00%	5.00%
单箱运价（元/TEU）	2,026	1,510	1,737	1,823
YOY	28.24%	-25.46%	15.00%	5.00%
其他航线（百万元）	1,672	1,131	1,306	1,508
YOY	-15.17%	-32.37%	15.50%	15.50%
码头收入（百万元）	288	221	243	267
YOY	46.94%	-23.26%	10.00%	10.00%
租船收入（百万元）	411	578	636	668
YOY	153.70%	40.63%	10.00%	5.00%
其他业务收入（百万元）	227	107	112	118
YOY	740.74%	-52.86%	5.00%	5.00%
营业收入（百万元）	35,110	19,834	27,311	31,406
YOY	-10.79%	-43.51%	37.70%	15.00%

资料来源：公司数据，湘财证券研究所

由于燃油价格上涨相对较为温和，燃油成本增加对总营业成本影响不大，因此 2010 年成本增长不明显，预计全年同比增加 9.02%。

表 9 中海集运营业成本预测表

	2008	2009E	2010E	2011E
营业成本（百万元）	33,580	24,480	26,932	29,630
太平洋航线	11,883	8,430	9,273	10,200
欧洲/地中海航线	10,001	6,193	6,812	7,494
亚太航线	4,775	3,997	4,397	4,836
国内航线	4,911	3,942	4,336	4,770
其他航线	1,990	1,917	2,109	2,320
其他成本	20	1	5	10

资料来源：公司数据，湘财证券研究所

预计 2009 ~ 2011 年公司 EPS 分别为 -0.48 元、0.12 元和 0.24 元。

表 10 中海集运财务报表

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
流动资产	15377	10624	10433	13315	营业收入	35110	19834	29900	34397
现金	11676	7000	6500	9000	营业成本	33580	24480	26932	29630
应收账款	2523	2300	2415	2657	营业税金及附加	361	228	344	396
其他应收款	175	0	0	0	营业费用	0	0	0	0
预付账款	187	120	134	138	管理费用	552	523	575	633
存货	470	1000	1100	1200	财务费用	544	295	487	528
其他流动资产	345	204	284	320	资产减值损失	36	-22	-10	0
非流动资产	34922	35463	37462	39253	公允价值变动收益	-15	0	0	0
长期投资	1276	1400	1470	1544	投资净收益	81	61	65	65
固定资产	26710	27014	28992	32273	营业利润	104	-5609	1637	3275
无形资产	115	115	115	115	营业外收入	45	48	45	45
其他非流动资产	6821	6934	6886	5322	营业外支出	5	23	20	20
资产总计	50299	46087	47895	52568	利润总额	144	-5584	1662	3300
流动负债	9693	8374	7985	8986	所得税	-11	14	266	528
短期借款	1554	867	482	1238	净利润	155	-5598	1396	2772
应付账款	3832	4500	4300	4600	少数股东损益	25	12	16	16
其他流动负债	4307	3006	3203	3148	归属母公司净利润	131	-5609	1380	2756
非流动负债	8154	10253	11054	11954	EBITDA	648	-3936	3631	5522
长期借款	4232	6897	7897	8897	EPS (元)	0.01	-0.48	0.12	0.24
其他非流动负债	3922	3357	3157	3057	主要财务比率				
负债合计	17847	18627	19039	20939	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	713	725	741	757	成长能力				
股本	11683	11683	11683	11683	营业收入	-10.8%	-43.5%	50.7%	15.0%
资本公积	17181	17181	17181	17181	营业利润	-97.3%	-5498.8%	-70.8%	100.1%
留存收益	3480	-2129	-749	2007	归属于母公司净利润	-96.0%	-4395.7%	-75.4%	99.7%
归属母公司股东权益	31738	26735	28115	30871	获利能力				
负债和股东权益	50299	46087	47895	52568	毛利率(%)	4.4%	-23.4%	9.9%	13.9%
现金流量表					净利率(%)	0.4%	-28.3%	4.6%	8.0%
单位:百万元					ROE(%)	0.4%	-21.0%	4.9%	8.9%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)	2.3%	-17.1%	5.3%	8.9%
经营活动现金流	3329	-3829	2639	4782	偿债能力				
净利润	155	-5598	1396	2772	资产负债率(%)	35.5%	40.4%	39.8%	39.8%
折旧摊销	0	1378	1507	1719	净负债比率(%)	50.05%	55.63%	58.62%	61.39%
财务费用	544	295	487	528	流动比率	1.59	1.27	1.31	1.48
投资损失	-81	-61	-65	-65	速动比率	1.53	1.15	1.17	1.35
营运资金变动	0	-329	-686	-172	营运能力				
其他经营现金流	2711	486	0	0	总资产周转率	0.71	0.41	0.64	0.68
投资活动现金流	-9118	-1872	-3450	-3449	应收账款周转率	9	8	13	14
资本支出	6997	1856	3436	3436	应付账款周转率	8.36	5.88	6.12	6.66
长期投资	-21	124	70	74	每股指标(元)				
其他投资现金流	-2142	108	56	60	每股收益(最新摊薄)	0.01	-0.48	0.12	0.24
筹资活动现金流	1117	1025	311	1168	每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	-0.33	0.23	0.41
短期借款	1554	-686	-385	756	每股净资产(最新摊薄)	2.72	2.29	2.41	2.64
长期借款	1000	2665	1000	1000	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	453.62	-10.56	42.92	21.49
资本公积增加	-641	0	0	0	P/B	1.87	2.22	2.11	1.92
其他筹资现金流	-795	-953	-304	-589	EV/EBITDA	89	-15	16	10
现金净增加额	-4722	-4676	-500	2500					

资料来源: 公司数据, 湘财证券研究所

4.3 估值分析和投资建议

集运行业是强周期行业，DCF、DDM 等相对估值法局限性较大，这里我们主要考虑运用相对估值法。

我们主要根据 PB 对公司进行估值。预计 2010 年航运股估值中枢将会继续提高，PB 亦将提高。依据预测的 2010 年公司每股净资产 2.41 元，及 2.5 倍的合理 PB 水平，则对应的价格为 6.03 元。

表 11 中海集运营业成本预测表

代码	名称	价格 1月8日	EPS			2010 P/E	P/B
			2008	2009E	2010E		
601919	中国远洋	13.62	1.06	-0.47	0.56	24	3.12
600026	中海发展	14.94	1.59	0.38	0.91	16	2.25
601866	中海集运	4.58	0.01	-0.48	0.12	38	2.02
601872	招商轮船	5.67	0.37	0.14	0.26	22	2.06
002320	海峡股份	57.8	1.09	1.24	1.57	37	3.92

资料来源：公司数据，湘财证券研究所

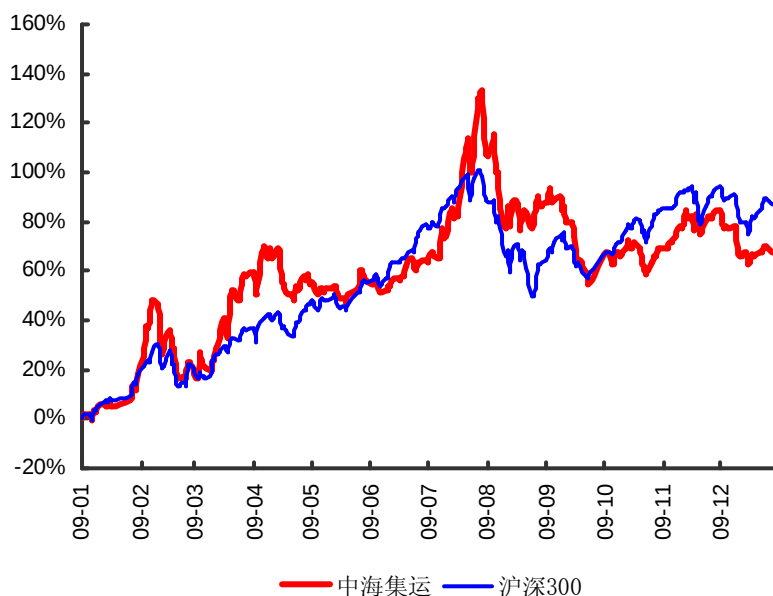
由于集运行业遭受 2009 年金融危机严重冲击和出现整体大幅度亏损，境外集运股 PB 大部分仍处于 1 以下。但是考虑到 2010 年中海集运的大幅度扭亏及参考可比公司 PB，我们给予其 2010 年 2.5 倍 PB 水平，目标价 6.03 元。

表 12 境外上市可比集运公司估值表

公司名称	股票代码	当前价格 (1.7)	09P/E	09P/B	09ROE (%)	09ROA (%)
A P MOLLER - MAERSK A/S - B (马士基海陆有限公司)	MAERSKB DC Equity	39990	93.95	1.04	1.21	0.50
EVERGREEN MARINE (长荣海运)	2603 TT Equity	19.6	82.38	0.84	0.96	0.47
HANJIN SHIPPING HOLDINGS CO (韩进海运)	000700 KS Equity	14700	0.66	0.05	9.10	3.19
YANG MING MARINE TRANSPORT (阳明海运)	2609 TT Equity	12.75	57.14	0.65	1.12	0.49
HYUNDAI MERCHANT MARINE (现代商船株式会社)	011200 KS Equity	28150	5.17	1.19	28.00	8.76
SEASPARC (西斯班)	SSW US Equity	9.8	7.69	0.64	-17.30	-5.15
NEPTUNE ORIENT LINES LTD (东方海皇轮船公司)	NOL SP Equity	1.77	n. a	0.98	-23.99	-11.93
NIPPON YUSEN (日本邮船)	9101 JP Equity	331	0.00	0.67	-10.54	-2.89
ORIENT OVERSEAS INTL LTD (东方海外货柜航运)	316 HK Equity	41.15	n. a	0.70	-2.80	-1.61
平均			35.28	0.75	-1.58	-0.91

资料来源：BLOOMBERG，湘财证券研究所

图 30 中海集运近一年市场表现



数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

4.4 风险提示

全球贸易形势延续颓势风险。2009 年严峻的国际贸易形势使集运行业遭受重创,如果 2010 年这种贸易环境改善程度仍不乐观将对集运行业继续造成巨大压力,运价提升将承受重压,运量也将继续低迷,此背景下公司业绩提升难度较大。

运力供给压力超出预期导致市场竞争加剧和运价下行的风险。未来两年新船投放非常集中,有可能给市场造成冲击。为了抢占市场,集运公司之间恶性竞争再起将妨碍行业的正常发展,此外供需矛盾导致运价的下降对公司业绩不利的风险。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。