



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

观点聚焦

2010 年 1 月 12 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

上调至推荐

中海集运(601866.CH)

近期将持续提价, 未来三年有望进入上升周期

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	39,357	35,110	20,965	33,617	37,597
(+/-%)	27.3	(10.8)	(40.3)	60.3	11.8
毛利	5,207	1,169	(6485)	2308	5,338
(+/-%)	173.9	(77.5)	(654.6)	135.6	131.3
营业利润	3,900	104	(7094)	1543	4519
(+/-%)	336.4	(97.3)	(6928.2)	121.8	192.8
净利润	3,290	131	(6461)	1483	3702
(+/-%)	391.6	(96.0)	(5048.1)	122.9	149.7
每股收益(元)	0.28	0.01	(0.55)	0.13	0.32
(+/-%)	280.5	(96.0)	(5048.1)	122.9	149.7
每股自由现金流(元)	0.08	(0.50)	(0.75)	0.05	0.07
市盈率-A	16.7	419.6	-8.5	37.0	14.8
市盈率-H	11.4	804	-5.3	22.7	8.7
市净率-A	1.6	1.7	2.2	2.1	1.8
市净率-H	1.1	1.1	1.4	1.3	1.1
净资产收益率(%)	9.4	0.4	(25.7)	5.6	12.3

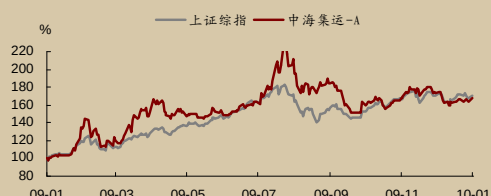
股票信息

H股	A股
2866.HK	股票代码
HK\$3.36	当前股价
HK\$4.00	目标价
387.74	日成交量(百万股)
HK\$3.68/0.98	52周最高价/最低价
3,751	其中:流通股(百万股)
	流通股(百万股)
12,603	总市值(百万港币/人民币)
	主要股东(持股比例)
	中国海运(集团)公司(47.89%)

最近估值走势

	近一周	一个月	三个月	年初至今
601866.CH	+2.6	-3.1	+1.7	+1.3
上证指数	-1.0	-1.1	+5.7	-2.0
A股中金航运指数	+3.4	-2.0	+9.9	+2.0

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

4/22/2010 09 年年度业绩公告

投资提示:

12 月集运淡季量价均超预期, 由于船东联合恢复运费, 未来三个月预计运价持续提高。未来而言, 预计 2010-11 年供求增速持平, 2012 年需求增速高于供给, 集运将是航运三个子行业最早进入上升周期的行业, 我们提高中海集运的盈利预测, 将评级上调至“推荐”。

理由:

未来三个月预计集运将持续提价: 从目前情况来看, 1 月货量有望维持 12 月水平, 船东联合恢复运费意愿很强, 预计未来三个月将持续加价, 尤其是美线 3-4 月的大客户谈判预计运价将加至保本点之上, 从而集运船东二季度将实现盈利。

中海集运为行业向上周期的最大受益者: 原因在于公司的合同客户比例低, 且运价调整最为灵活, 因此利润率随集运周期波动较同业更强。因此公司的估值在上升周期也比可比公司有溢价, 我们上调 2010-11 年的运价预测, 从原来的 2.6 亿人民币和 13.4 亿人民币分别至 15 亿人民币和 37 亿人民币。从季度盈利来看, 预计公司一季度仍不能盈利, 但亏损额将环比大幅缩小, 二季度在美线提价后预计能够实现盈利。

2010-11 年预计供求增速持平, 2012 年需求增速高于供给增速: 目前预计 2010 年供给增速为 7%, 目前 11% 的运力封存若进入市场, 由于低速航行带来的额外供给增速在 7-8%, 也就是说 2010 年供给增速预计在 14-15% 以内; 考虑 09 年需求为 -9.8%, 2010 年需求恢复, 预计增速在 12-13%, 考虑到集运为寡头垄断市场, 历史上看能够承受 2-3 个百分点的供过于求, 因此预计 2010 年为供求均衡市场, 运价将恢复性增长; 2011-12 年供给增速将回落至 8.5% 和 6.2%, 因此预计 2011 年供求均衡, 2012 年需求增速将高于供给增速。

估值:

目前 A 股 2010-11 年市盈率分别为 37 倍和 15 倍, H 股 2010 年市盈率为 23 倍, 市净率为 1.3。我们给予 H 股 4 元的目标价, 对应 1.6 倍 2010 年市净率。

风险:

若船东联合程度减弱, 或者 2010 年下半年欧美经济二次探底, 可能带来运价压力。

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。

集运市场淡季量价齐升，超出预期

一般来讲，集运市场在四季度和来年的一季度都处于下行通道，是传统的淡季。但是09年11月以来，集运市场在淡季量价齐升，超出我们和市场的预期。

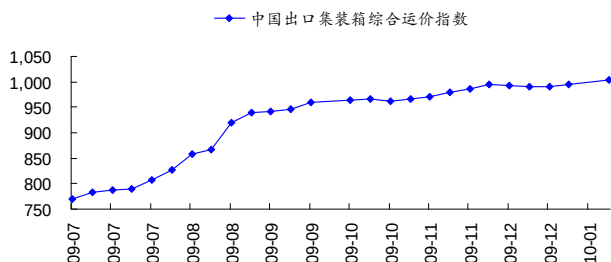
- 集运运价淡季稳中有升：按照历史数据来看，中国出口集装箱综合运价指数通常在10月份见顶，随着欧美圣诞出货的陆续结束，11月到次年3月的运价都会逐月环比下跌。但是09年9月开始运价出现恢复性大幅反弹后，至11月开始企稳，并在12-1月稳定在旺季的运价水平，1月初开始集运船东甚至集体就美线和欧线进行了提价，目前运价达到06年周期相对低点的平均水平（图表1）。
- 中国出口恢复超预期，集运运量反季节恢复：中国出口总额11月环比回升2.6%，12月继续环比回升15.0%，超出市场预期。目前的中国出口额绝对值已经接近于08年三季度的历史高点。中国出口额恢复的同时，中国的集装箱吞吐量11月份也反季节的环比上升了0.7%，12月很可能仍然维持稳中有升走势。

图表1：中国出口集装箱综合运价指数历史数据



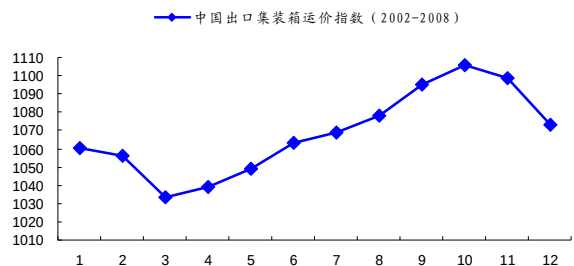
资料来源：中华航运网、中金公司研究部

图表2：09年四季度的集运运价呈现反季节走高的趋势



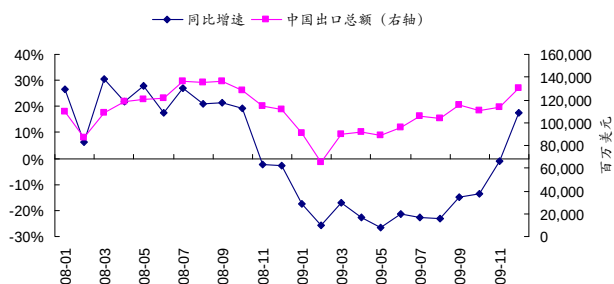
资料来源：中华航运网、中金公司研究部

图表3：集运运价通常在四季度和一季度步入下行通道



资料来源：中华航运网、中金公司研究部

图表4：中国出口额复苏强劲



资料来源：中国海关、中金公司研究部

1月货量有望维持12月水平，船东联合程度空前提高也将使得运价在未来三个月出现继续上涨

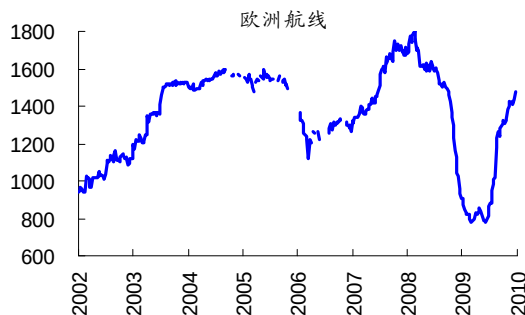
从船东目前的订载量来看，1月的货量有望维持在12月的水平上，1月前10天继续爆舱，舱位利用率达到95%左右。2月份来看，春节期间的货量将略有回落，但是幅度并不大。

对于行业而言，由于09年为全行业大幅亏损年，大部分船东目前财务状况非常差，因此船东目前联合提价意愿非常强烈，在货量支持之下，预计未来3个月船东将持续提价。

就欧线而言，目前的运价为1500-1600美元/TEU，已能实现盈利，由于欧线运价调整速度较快，船东预计将在1月15日继续提价；就美线而言，大客户通常执行年度运价，每年3-4月为年度运价谈判期，目前就非大客户的运价部分，1月10日已经成功提价300-400美金/FEU，目前达到1700-1800美元/FEU的水平，但是离保本点2000美元/FEU尚有距离。

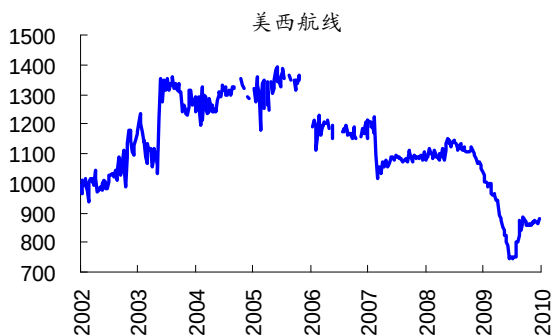
因此就集运行业而言，目前除了美线，其他航线已能基本盈利，因此美线的大客户年度谈判（中海集运美线的大客户比例约50%，其他船东的大客户比例更高）对于整个行业是否能够盈利至关重要，就目前的情况来看，船东整体涨价意愿很强，预计3-4月年度运价谈判时能够实现800美元/FEU的上涨幅度，则美线能够实现盈利，船东也将摆脱亏损。

图表5：欧洲航线运价已经恢复至保本点之上



资料来源：中华航运网、中金公司研究部

图表 6: 美西航线运价仍低于保本点



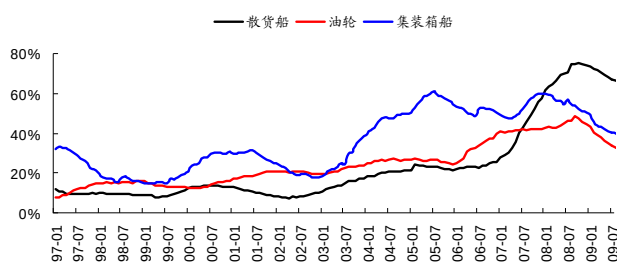
资料来源: 中华航运网、中金公司研究部

就未来三年来看, 集运有望进入上升周期

从航运业的三个子行业来看, 我们认为集运将为最早走出周期低谷, 进入上升周期的子行业:

- 1) 从订单量/船队的比例来看, 目前干散货、油轮和集运分别为 61%, 31% 和 36%, 由于集运从 07 年下半年开始就受到金融危机的影响, 因此 08-09 年订单量很少, 该比例下降速度也最快。而通常从需求增速来看, 干散货的正常需求增速在 5-6%, 油轮在 3-4%, 而集运在过去 10 年除了 97-98 年, 2001 年和 08-09 年, 基本维持在 10% 以上, 因此消化运力的能力最强。
- 2) 从周期的角度来看, 09 年干散货的盈利水平尚处于周期中部的水平, 油轮的盈利水平处于周期低点, 但尚不是最低的水平, 而集运的回报率已经处于行业的冰点水平。

图表 7: 集装箱船手持订单占现有运力的比例持续下降



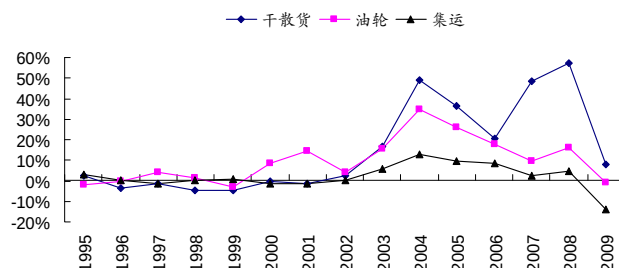
资料来源: Clarkson、中金公司研究部

具体分析集运市场的年度供求关系, 我们认为 2010-11 年基本为供求均衡市场, 2012 年有望出现供给增速低于需求增速:

就 2010 年来看, 目前的订单量为 176 万箱, 但是其中并未考虑延期, 由于集装箱船舶建造周期较长, 通常为 9 个月左右, 因此 09 年船东进行订单延期将更多体现在 2010 年交船量的减少。这也是为什么 09 年集运运价逐步恢复, 但是船舶交付比例却是逐季下降, 比如一季度

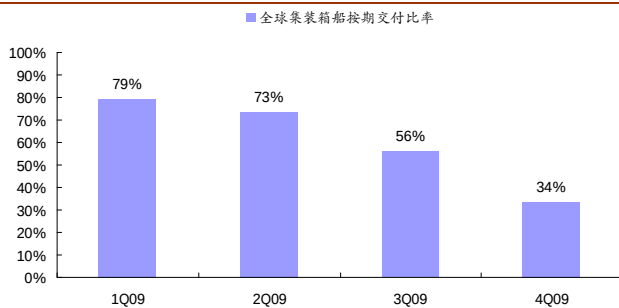
交付率达到 79%, 而四季度仅为 34%。原因在于 09 年上半年预计交付的船舶在 09 年之前已经开工, 是无法在 09 年进行延期的, 也就是说 09 年进行延期的船舶更多体现在 09 年四季度到 2010 年的交付量减少。

图表 8: 集运行业的资产收益率和其他航运子行业的比较



资料来源: Clarkson、彭博资讯、中金公司研究部

图表 9: 集装箱船按期交付比率逐季下降



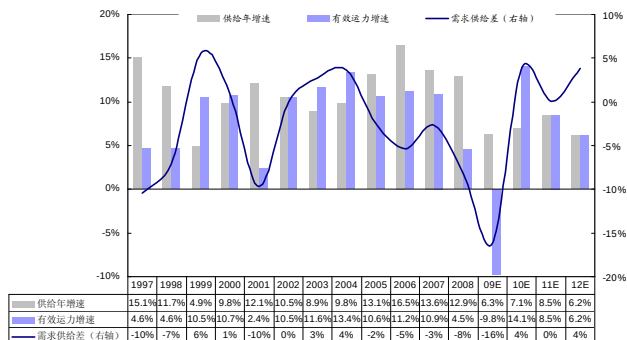
资料来源: Clarkson、中金公司研究部

因此根据船东的延期情况, 我们预计交船量在 112 万箱, 对应交付比率为 64%, 则对应的供给增速为 7%; 从需求来看, 我们认为 2010 年有望在 09 年下滑 10% 的低基数基础上实现 11% 的恢复性增长。从过去的周期来看, 97-98 年, 2001 年之后, 需求增速都在低点的 4-5% 恢复至 10% 以上的增速。

目前市场最为担心的是 11% 左右的运力封存, 在运价达到盈亏平衡点之后会不会对市场造成大的冲击, 我们认为 1) 考虑到船东目前普遍的低速航行, 11% 左右的运力即使全部进入市场, 带来的运力增速预计在 7-8%, 也就是说考虑这部分运力的化, 则供给增速将提高至 14-15%; 2) 我们目前预计的 11% 左右的需求增长中由于大部分增量将来自 09 年下滑最严重的美线和欧线的恢复, 因此这些长航线的需求增长将使得考虑运距的有效需求增速高于 11% 的预计。因此考虑到目前的封存运力的释放, 则 2010 年供给增速将高于需求增速 3 到 4 个百分点。但是就集运市场而言, 由于需求增速较高, 且为寡头垄断市场, 而且船东联合程度目前非常高, 因此预计能够消化这部分的运力过剩。

就 2011 年来看，目前的订单量为 123 万箱，考虑部分延期以及 2009-10 年的延期船交付，预计交船量为 132 万箱，对应供给增速为 8.5%，2012 年目前的订单量只有 49 万箱，但是考虑之前年度的延期，预计交船量为 103 万箱，对应供给增速为 6.2%；就需求增速而言，集运箱量与欧美经济恢复程度相关，弹性较大，目前我们预计 2011 年需求增速降低至 8% 左右，则基本实现供求均衡，2012 年能够恢复至 10% 以上的需求增速，则需求增速将高于供给增速。

图表 10：集运市场供求关系预测



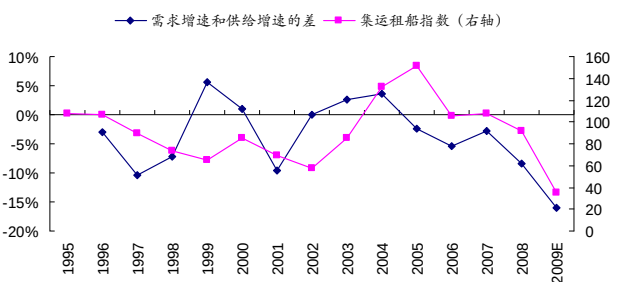
资料来源：Clarkson、中金公司研究部

图表 11：集运市场的运力增长预测

千标准箱	2005	2006	2007	2008	09E	10E	11E	12E
新船交付	941	1,366	1,324	1,489	1,100	1,121	1,322	1,028
旧船拆解	-0	-20	-21	-100	-334	-210	-150	-100
年底运力	8,125	9,469	10,760	12,146	12,911	13,822	14,994	15,922
名义运力增速	13.1%	16.5%	13.6%	12.9%	6.3%	7.1%	8.5%	6.2%
有效运力增速					14.1%	8.5%	6.2%	

资料来源：中华航运网、中金公司研究部

图表 12：历史上集运运价和供求增速差



	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
需求增速	10.2%	4.6%	4.6%	10.5%	10.7%	2.4%	10.5%
供给增速	13.3%	15.1%	11.7%	4.9%	9.8%	12.1%	10.5%
需求和供给增速之差	-3.1%	-10.5%	-7.1%	5.6%	0.9%	-9.7%	0.0%
集运租船指数	107	89	73	66	85	69	57

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E
需求增速	11.6%	13.4%	10.6%	11.2%	10.9%	4.5%	-9.8%
供给增速	8.9%	9.8%	13.1%	16.5%	13.7%	12.8%	6.3%
需求和供给增速之差	2.7%	3.6%	-2.5%	-5.4%	-2.8%	-8.4%	-16.1%
集运租船指数	86	132	152	106	108	92	35

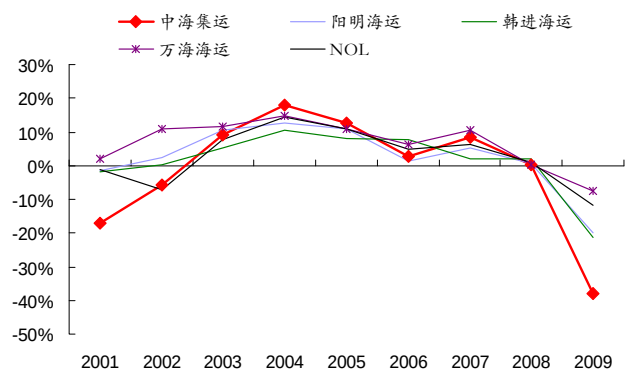
资料来源：Clarkson、中金公司研究部

中海集运的利润率和估值波动高于同业，上升周期受益最大

从过去来看，中海集运的运价和利润率与集运周期的关系度更为密切，在上升周期，中海集运的利润率通常高于同业，下降周期则低于同业，主要因为中海集运的合同客户比例低于同业，运价调整幅度快；尤其是运价波动大的欧洲航线一直是公司发展业务的重点区域。

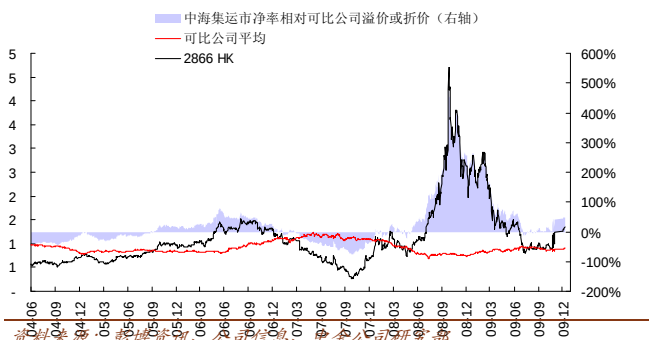
另外由于中海集运为纯粹的集运船东，且市值在纯粹集运公司中最大（比中海集运大的上市集运船东均为多种业务的综合体，比如马士基和中国远洋），因此作为投资集运市场的最好标的，其流动性也较高，因此公司历史上在集运上升周期的市净率估值也高于可比公司。

图表 13：中海集运历史净利润率和同业的比较



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

图表 14：中海集运历史市净率和同业的比较



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

上调盈利预测，上调评级至“推荐”

我们上调 2010-11 年的运价预测，从而将中海集运 2010-11 年的净利润从原来预测的 2.6 亿人民币和 13.4 亿人民币分别上调至 15 亿人民币和 37 亿人民币，对应每股盈利分别为 0.13 元和 0.32 元，每股净资产分别为 2.27 元和 2.58 元。目前 A 股 2010 年市盈率为 37 倍，市净率为 2.1 倍，2011 年市盈率为 15 倍，市净率为 1.8 倍。H 股 2010 年市盈率为 23 倍，市净率为 1.3 倍。

我们上调 H 股和 A 股评级均至“推荐”，H 股给予目标价 4 元，对应 2010 年市净率为 1.6 倍。

就未来盈利趋势来看，考虑到一季度的多次加价之后，欧线已经能够实现盈利，但是由于美线的大客户谈判运价要在新的年度执行，预计从 4 月中开始执行，在这之前，美线预计仍将亏损，因此预计公司一季度仍将处于亏损状态，但亏损额将比 09 年第三季度的 19 亿元和四季度预计的 11 亿元亏损大幅减少，我们预计为 4.5 亿元的亏损。

由于我们预计美线的大客户谈判中提价可能性很大，预计公司二季度将实现盈利。

图表 15：盈利预测调整汇总

	2009E	2010E	2011E
平均运价 (Rmb/TEU)			
调整后	2,917	4,262	4,676
调整前	2,920	3,952	4,157
调整比例	-0.1%	7.9%	12.5%
燃油价格 (US\$/tonne)			
调整后	429	494	518
调整前	429	444	466
调整比例	0.0%	11.1%	11.1%
营业收入 (Rmb mn)			
调整后	20,965	33,617	37,597
调整前	20,989	31,249	33,566
调整比例	-0.1%	7.6%	12.0%
营业成本 (Rmb mn)			
调整后	27,235	30,964	31,873
调整前	27,264	29,925	30,864
调整比例	-0.1%	3.5%	3.3%
净利润 (Rmb mn)			
调整后	(6461)	1,483	3,702
调整前	(6467)	256	1,343
调整比例	0.1%	478.2%	175.6%
每股盈利 (Rmb)			
调整后	(0.55)	0.13	0.32
调整前	(0.55)	0.02	0.11
调整比例	0.1%	478.2%	175.6%

资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 16：A 股航运公司估值表

国内 A 股公司	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	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
中海发展	600026 CH Equity	推荐	15.59	1.58	0.38	0.72	0.75	9.9	41.5	21.8	20.7	2.5	2.5	2.3	2.1	25.2	5.9	10.3	10.0	1.9	0.9	0.9	0.9
中远航运	600428 CH Equity	推荐	10.81	1.11	0.12	0.38	0.80	9.8	88.5	28.7	13.5	3.2	3.2	2.9	2.5	33.2	3.6	10.1	18.3	2.0	0.2	0.7	1.5
中海集运	601866 CH Equity	推荐	4.69	0.01	(0.55)	0.13	0.32	419.6	(8.5)	37.0	14.8	1.7	2.2	2.1	1.8	0.4	(25.7)	5.6	12.3	-	-	-	-
长航油运	600087 CH Equity	中性	7.53	0.37	0.01	0.22	0.22	20.3	888.2	33.9	34.8	2.7	2.8	2.6	2.3	13.2	0.3	7.6	6.7	1.3	-	0.9	0.9
中国远洋	601919 CH Equity	中性	14.09	1.06	(0.46)	0.14	0.37	13.3	(30.5)	97.5	38.3	2.8	3.2	3.1	2.9	20.8	(10.6)	3.2	7.6	2.1	-	-	-
招商轮船	601872 CH Equity	中性	5.74	0.36	0.13	0.21	0.18	16.0	43.9	26.7	32.3	2.1	2.0	1.9	1.8	13.1	4.7	7.1	5.6	1.9	0.3	0.5	0.4
宁波海运	600798 CH Equity	n.a	5.77	0.35	0.16	0.11	n.a	16.4	36.1	55.0	n.a	2.7	n.a	n.a	n.a	19.4	n.a	n.a	n.a	2.3	n.a	n.a	n.a
中海海盛	600896 CH Equity	n.a	9.67	0.23	0.25	n.a	n.a	42.0	39.1	n.a	n.a	4.0	n.a	n.a	n.a	9.7	n.a	n.a	n.a	0.4	n.a	n.a	n.a
长航凤凰	000520 CH Equity	n.a	5.48	0.11	(0.1)	0.16	n.a	50.0	(47.7)	34.3	n.a	3.0	n.a	n.a	n.a	5.0	n.a	n.a	n.a	0.5	n.a	n.a	n.a
平均值				66.4	116.7	41.8	25.7	2.7	2.6	2.5	2.2	15.6	(3.6)	7.3	10.1	1.4	0.2	0.5	0.6	1.9	0.1	0.6	0.6
中值				16.4	39.1	34.1	26.5	2.7	2.6	2.4	2.2	13.2	1.9	7.4	8.8	1.9	0.1	0.6	0.6	1.9	0.1	0.6	0.6

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 17：H 股航运公司估值表

港股航运公司	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 (%)				股息率 (%)			
				2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
中海发展	1138 HK Equity	Buy	15.00	1.58	0.38	0.72	0.75	8.4	35.1	18.0	16.3	2.1	2.1	1.9	1.6	25.2	5.9	10.4	10.0	2.3	1.0	1.1	1.2
中国远洋	1919 HK Equity	Hold	11.02	1.14	(0.46)	0.14	0.37	8.5	(21.0)	65.6	24.5	1.9	2.2	2.1	1.8	22.1	(10.5)	3.2	7.5	3.0	-	-	-
中海集运	2866 HK Equity	Buy	3.36	0.00	(0.55)	0.13	0.32	803.9	(5.3)	22.7	8.7	1.1	1.4	1.3	1.1	0.1	(26.3)	5.9	13.2	-	-	-	-

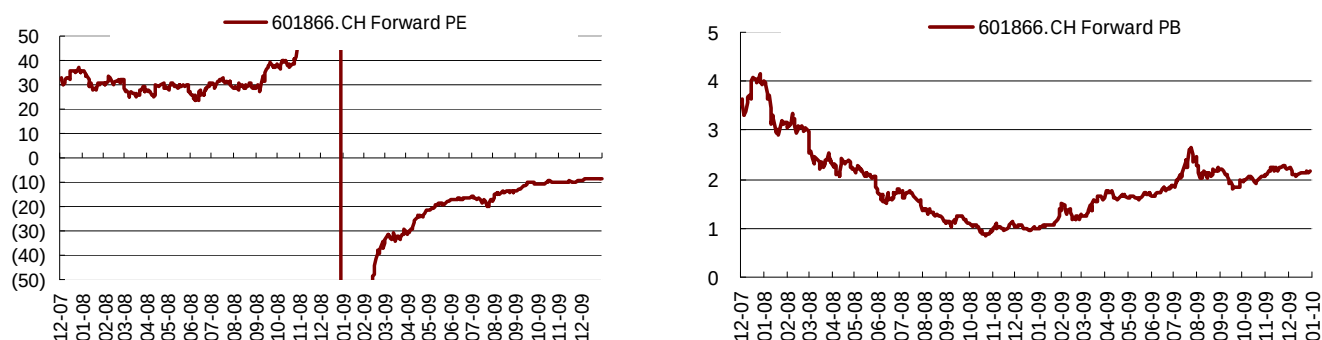
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 18：国际集运可比公司估值表

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 (%)				股息率 (%)			
				2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
China Sheng Container Lines*	CNY	2866 HK equity	3.36	0.00	(0.55)	0.13	0.32	803.9	(5.3)	22.7	8.7	1.1	1.4	1.3	1.1	0.1	(26.3)	5.9	13.2	-	-	-	-
Yang Ming	TWD	2609 TT equity	13.15	0.21	(4.29)	(1.10)	0.56	62.6	(3.1)	(12.0)	23.7	0.7	0.9	1.0	1.0	1.1	(26.6)	(13.5)	2.8	n.a	0.1	0.1	0.8
Hanjin	KRW	000700 KS equity	15,150.00	26,708.13	(72,308.00)	(15,657.00)	3,077.00	0.6	(0.2)	(1.0)	4.92	0.1	0.1	0.1	0.1	11.0	(1.9)	(8.1)	38.6	20.4	21.3	19.0	17.6
Evergreen	TWD	2603 TT equity	20.05	0.21	(2.69)	(0.62)	0.96	95.5	(7.4)	(32.6)	21.0	1.0	1.1	1.2	1.1	1.0	(14.5)	(5.9)	3.8	-	0.2	0.1	1.3
Wan Hai	TWD	2615 TT equity	17.80	0.00	(0.70)	0.42	0.92	8,900.0	(25.3)	42.6	19.3	1.4	1.5	1.4	1.4	0.0	(6.3)	1.5	6.3	-	-	0.8	2.0
Orient Overseas	USD	316 HK equity	6.03	0.44	(0.54)	0.02	0.52	13.9	(11.1)	274.3	11.7	0.9	0.9	1.0	0.9	6.4	(9.7)	(1.1)	7.7	1.8	0.2	0.2	1.7
Nippon Orient Lines Limited	USD	NOL SP Equity	1.24	0.05	(0.31)	(0.09)	0.09	24.3	(4.3)	(13.2)	13.7	1.1	1.1	1.2	1.1	3.2	(23.9)	(9.7)	7.5	5.8	-	0.1	1.1
平均值				1,414.4	(8.1)	40.1	14.7	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.1	3.3	(15.6)	(4.4)	11.4	4.7	3.1	2.9	3.9
中值				62.6	(5.3)	(1.0)	13.7	1.0	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2	1.1	1.1	(14.5)	(5.9)	7.5	0.9	0.1	0.1	1.1

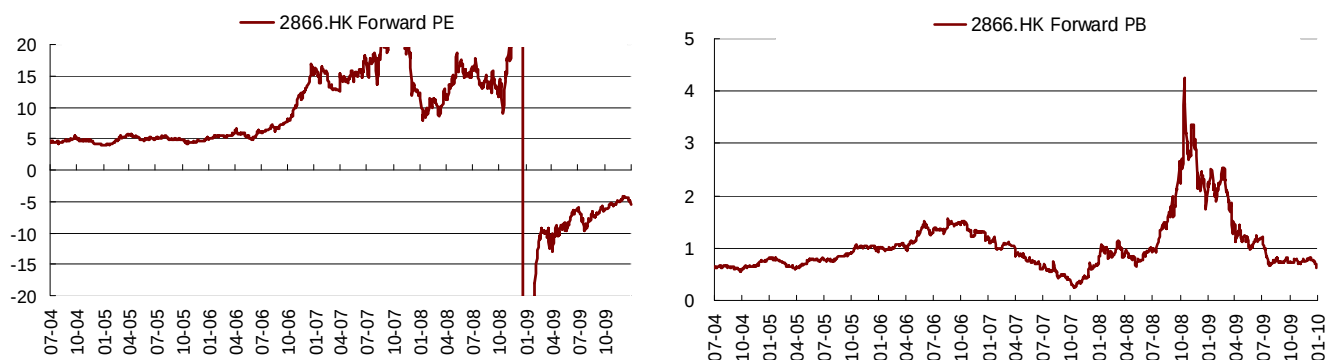
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 19：中海集运 A 股历史的 P/E 和 P/B 水平



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 20：中海集运 H 股历史的 P/E 和 P/B 水平



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 21：中海集运业绩的敏感性

		2010E	
		归属母公司所有者 的损益 (人民币百万)	变化比例 %
单位运价 (人民币/标箱) 每变动:	5%	2,585	74%
	1%	1,867	26%
	0%	1,483	
	-1%	1,099	-26%
	-5%	381	-74%
单位油价 (人民币/吨) 每变动:	10%	209	-86%
	5%	1,055	-29%
	0%	1,483	
	-5%	1,911	29%
	-10%	2,756	86%

资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 22: 收入预测及其主要假设

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
分市场货运量(千标准箱)						
太平洋航线	1,433	1,628	1,304	1,239	1,338	1,365
(YoY%)	27%	14%	-20%	-5%	8%	2%
亚欧航线	1,352	1,458	1,376	1,239	1,362	1,390
(YoY%)	11%	8%	-6%	-10%	10%	2%
亚太航线	1,022	1,233	1,371	1,508	1,629	1,661
(YoY%)	33%	21%	11%	10%	8%	2%
中国国内	1,713	2,749	2,710	2,710	3,116	3,179
(YoY%)	22%	61%	-1%	0%	15%	2%
其他航线	139	231	181	159	163	166
(YoY%)	87%	66%	-21%	-12%	2%	2%
总计	5,658	7,299	6,942	6,855	7,608	7,760
(YoY%)	23%	29%	-5%	-1%	11%	2%
平均运费(人民币/标准箱)						
太平洋航线	9,725	8,702	8,714	5,735	8,476	9,333
(YoY%)		-11%	0%	-34%	48%	10%
亚欧航线	6,527	8,855	7,763	3,778	6,018	6,660
(YoY%)		36%	-12%	-51%	59%	11%
亚太航线	3,926	4,527	3,629	2,050	2,985	3,304
(YoY%)		15%	-20%	-44%	46%	11%
中国国内	1,182	1,579	2,026	1,461	2,129	2,342
(YoY%)		34%	28%	-28%	46%	10%
其他航线	13,790	8,542	9,230	7,342	8,623	8,298
(YoY%)		-38%	8%	-20%	17%	-4%
总平均(人民币/TBU)	5,427	5,339	4,924	2,918	4,264	4,678
(YoY%)		-2%	-8%	-41%	46%	10%
集运收入(人民币百万)						
太平洋航线	13,931	14,167	11,363	7,104	11,339	12,735
(YoY%)		2%	-20%	-37%	60%	12%
亚欧航线	8,822	12,909	10,684	4,679	8,199	9,255
(YoY%)		46%	-17%	-56%	75%	13%
亚太航线	4,012	5,582	4,976	3,092	4,862	5,488
(YoY%)		39%	-11%	-38%	57%	13%
中国国内	2,024	4,342	5,490	3,958	6,635	7,445
(YoY%)		115%	26%	-28%	68%	12%
其他航线	1,919	1,971	1,672	1,170	1,402	1,376
(YoY%)		3%	-15%	-30%	20%	-2%
集运收入(人民币百万)	30,709	38,972	34,184	20,003	32,437	36,299
(YoY%)		27%	-12%	-41%	62%	12%
分航线集运收入占比						
太平洋航线	45%	36%	33%	36%	35%	35%
亚欧航线	29%	33%	31%	23%	25%	25%
亚太航线	13%	14%	15%	15%	15%	15%
中国国内	7%	11%	16%	20%	20%	21%
其他航线	6%	5%	5%	6%	4%	4%

资料来源: 公司信息、中金公司研究部

图表 23：成本预测及其主要假设

(人民币百万)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业成本	28,818	33,895	33,580	27,235	30,964	31,873
(+/-)	22%	18%	-1%	-19%	14%	3%
包括:						
集装箱及货物费	14,446	13,953	13,712	10,447	12,092	12,894
(+/-)	34%	-3%	-2%	-24%	16%	7%
重空箱装卸费	9,549	8,306	7,587	5,719	7,086	7,651
(+/-)	44%	-13%	-9%	-25%	24%	8%
港口使费	2,470	2,761	2,474	1,807	1,852	1,931
(+/-)	18%	12%	-10%	-27%	2%	4%
集装箱固定费用	2,427	2,886	3,651	2,921	3,155	3,312
(+/-)	18%	19%	27%	-20%	8%	5%
船舶及航程成本	10,413	12,622	14,037	10,683	12,119	12,192
(+/-)	22%	21%	11%	-24%	13%	1%
燃油成本	6,598	7,655	9,999	6,558	7,800	7,717
(+/-)	46%	16%	31%	-34%	19%	-1%
折旧和经营租赁	3,815	4,967	4,038	4,126	4,319	4,475
(+/-)	-5%	30%	-19%	2%	5%	4%
支线及其他成本	3,959	7,081	5,556	5,896	6,480	6,487
(+/-)	-7%	79%	-22%	6%	10%	0%
其他业务成本	-	15	21	5	5	5
(+/-)	n.a	n.a	40%	-76%	0%	0%
营业毛利	1,901	5,207	1,169	(6485)	2,308	5,338
(+/-)	-61%	174%	-78%	-655%	-136%	131%
营业成本主要假设						
单箱装卸费(美元/标准箱)	216	156	163	122	140	155
(+/-)	23%	-28%	4%	-25%	15%	10%
单船港口使费(美元/标准箱)	2.2	2.5	2.4	1.7	1.9	2.0
(+/-)	9%	15%	-5%	-28%	8%	8%
单箱消耗燃油(千克)	427	371	353	326	313	301
(+/-)	-7%	-13%	-5%	-8%	-4%	-4%
燃油价格(美元/吨)	307	387	608	429	494	518
(+/-)	67%	26%	57%	-29%	15%	5%
单箱支线成本(美元/标准箱)	90	133	119	126	128	131
(+/-)	-16%	48%	-10%	6%	2%	2%

资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 24: 历史和预测的利润表

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
利润表 (人民币百万)							
营业收入	28,625	30,908	39,357	35,110	20,965	33,617	37,597
(+/-)	32%	8%	27%	-11%	-40%	60%	12%
营业毛利	4,907	1,901	5,207	1,169	-6,485	2,308	5,338
(+/-)	-10%	-61%	174%	-78%	-655%	-136%	131%
营业利润	3,987	894	3,900	104	-7,094	1,543	4,519
(+/-)	-13%	-78%	336%	-97%	-6928%	-122%	193%
利润总额	4,107	899	3,914	144	-7,044	1,593	4,568
(+/-)	-11%	-78%	335%	-96%	-4988%	-123%	187%
少数股东权益	2	6	4	25	-269	62	183
归属母公司所有者的损益	3,379	669	3,290	131	-6,461	1,483	3,702
(+/-)	-15%	-80%	392%	-96%	-5048%	-123%	150%
摊薄每股收益(元)	0.29	0.07	0.28	0.01	-0.55	0.13	0.32
(+/-)	-15%	-74%	281%	-96%	-5048%	-123%	150%
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	-3,789	3,529	6,245
投资活动现金流量净额	-5,139	-2,412	-5,171	-9,118	-4,973	-2,973	-5,373
自由现金流	-93	-32	935	-5,788	-8,762	556	872
筹资活动现金流量净额	-2,284	-420	12,378	1,117	-300	1,167	461
净现金流入(出)	-2,437	-511	13,348	-4,722	-9,164	1,621	1,231
资产负债表 (人民币百万)							
货币资金	3,427	2,916	16,398	11,676	2,512	4,133	5,364
其他流动资产	4,124	4,515	6,545	3,701	2,454	3,518	3,834
流动资产	7,551	7,430	22,943	15,377	4,966	7,651	9,198
固定资产净值	16,907	20,238	24,114	26,710	34,529	36,019	37,298
其他非流动资产	3,870	3,034	5,974	8,211	3,263	2,545	4,220
非流动资产	20,777	23,272	30,089	34,922	37,792	38,565	41,519
总资产	28,328	30,702	53,032	50,299	42,758	46,216	50,717
流动负债	3,715	4,832	8,175	9,693	8,034	9,784	10,428
长期借款	5,107	5,615	4,367	4,232	5,182	5,448	5,522
长期负债	8,162	9,676	9,281	8,154	9,104	9,370	9,444
负债合计	11,876	14,508	17,457	17,847	17,139	19,154	19,872
少数股东权益	38	43	698	713	444	506	690
股东权益	16,414	16,151	34,878	31,738	25,175	26,556	30,156
股本	6,030	6,030	11,683	11,683	11,683	11,683	11,683
储备及其他	10,384	10,121	23,195	20,055	13,492	14,873	18,473
摊薄每股净资产	2.72	2.68	2.99	2.72	2.15	2.27	2.58
财务比率							
利润率							
毛利率	17%	6%	13%	3%	-31%	7%	14%
营业利润率	14%	3%	10%	0%	-34%	5%	12%
税前利润率	14%	3%	10%	0%	-34%	5%	12%
净利润率	12%	2%	8%	0%	-31%	4%	10%
流动性比率							
现金比率	0.9	0.6	2.0	1.2	0.3	0.4	0.5
流动比率	2.0	1.5	2.8	1.6	0.6	0.8	0.9
杠杆比率							
净债务权益比率	17%	27%	-24%	-3%	32%	29%	24%
资产负债率	42%	47%	33%	35%	40%	41%	39%
息税前利润/净财务费用	-8.7	-0.7	-5.1	0.8	72.1	-4.4	-13.8
杜邦分析							
净利润率	12%	2%	8%	0%	-31%	4%	10%
资产周转率	101%	101%	74%	70%	49%	73%	74%
资产/股东权益	1.7X	1.9X	1.5X	1.6X	1.7X	1.7X	1.7X
净资产回报率	21%	4%	9%	0%	-26%	6%	12%

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

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



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。