

2010 年 02 月 06 日

市价(人民币): 4.51元

目标(人民币): 6.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	2,336.63
流通港股(百万股)	3,751.00
总市值(百万元)	52,690.89
年内股价最高最低(元)	6.37/3.17
沪深 300 指数	3153.09
上证指数	2939.40



中海集运 (601866.SH)

——参与全球经济复苏的盛宴

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.111	0.285	0.011	-0.521	0.077	0.353
净利润增长率	-80.19%	396.66%	-96.07%	N/A	N/A	360.21%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	-0.531	0.002	0.207
市盈率(倍)	N/A	42.71	237.09	-8.65	58.88	12.79
行业优化市盈率(倍)	17.28	35.97	8.85	15.31	15.31	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.70	29.70	N/A
股息率	N/A	0.33%	N/A	0.00%	0.00%	0.00%
PE/G(倍)	N/A	0.11	N/A	N/A	N/A	0.04
净资产收益率	4.14%	10.18%	0.41%	-23.64%	3.36%	13.39%
每股净资产(元)	2.68	2.80	2.72	2.20	2.28	2.63
市净率(倍)	N/A	4.35	0.98	2.05	1.98	1.71
每股经营性现金流(元)	0.39	0.52	0.28	-0.36	0.18	0.51
已上市流通A股(百万股)	N/A	1,635.64	2,336.63	2,336.63	2,336.63	2,336.63
总股本(百万股)	6,030.00	11,683.13	11,683.13	11,683.13	11,683.13	11,683.13

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

我们维持 09 年底集运行业报告中看好 2010 年集运行业的观点。得益于与班轮公司之间的联合与运力控制,使得市场上的供需矛盾得到有效的解决,大幅提升运价水平。同时未来几年全球经济的持续增长将支撑运价的上涨和增加需求,我们认为中海集运是全球经济复苏过程中的最佳投资标的。现在集运行业正处于复苏的初始阶段,我们认为现在正是介入中海集运的最好时机。

- 集运的行业结构与油运和干散货有所不同,决定了集运行业将是最早复苏的子行业。集运行业高度集中,前 10 大班轮公司(包括联盟)运营 81% 的市场运力。班轮公司按箱收费的运营方式致使班轮公司在装载率下降时撤出运力,同时各种班轮组织和联盟在稳定和提升运价发挥着极大的作用,因此班轮公司在总体运力过剩的情况下仍能提升运价水平。这是在油运与干散货行业中是不会出现的情况;
- 由于行业集中度高和班轮公司之间的联合,班轮公司对其客户的议价能力极强,马士基加入泛太平洋运价稳定协议更进一步增强班轮公司在北美航线上的议价能力。回顾过去 10 年的集运行业历史,在行业低潮中波动幅度最大的欧洲/地中海航线,均能在 1 年内迅速大幅提升运价水平,恢复甚至超过运价下跌前的水平;
- 我们认为运价的上涨仍在继续。截至一月底,太平洋和欧洲/地中海航线的市场运价相比 09 年 4 季度已经上升了 30%-50%;运力并未出现因运价上涨而投放市场的趋势,市场上仍呈现供不应求的局势,我们认为在运力控制和需求复苏的帮助下运价将继续上涨;

分析师:李莉芳
联系人:李光华

 (8621)61038319
 ligh@gjzq.com.cn

 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷
 泰滨江大厦 15A 层 (200011)

- **中海集运是全球范围内最优秀的班轮公司之一。**公司船队的大型化，年轻化和本土化的优势是其他班轮公司无法复制的。公司的盈利能力极强，尤其是在行业景气度上升周期。在 03-08 年的 6 年间，**公司的运营毛利率在全球班轮公司的排名中获得 3 个第一和 1 个第二；**
- **我们预计公司在 2010 年将扭亏为盈，并在 2011 年大幅扩大盈利。**预计公司 2009-2011 年的主营收入分别为 19895，31943，39559 百万元，同比增长分别为-43.3%，60.6%和 23.8%，归属于母公司的净利润分别为-6089，895，4118 百万元，相对应 EPS 分别为-0.521，0.077 及 0.353 元。我们认为未来 6 个月公司合理目标价格为 6 元，折合 17 倍的公司 2011 年每股盈利或 2.28 倍于公司 2011 年的每股净资产，首次覆盖给予“买入”评级。

内容目录

盈利预测及估值.....	5
盈利预测及说明.....	5
2010 年 EPS 敏感性分析.....	8
集运行业：2010 年一季度起开始复苏.....	9
新船投放受到控制，投放减速迹象明显.....	9
集运行业高度集中，价格联盟增强议价能力.....	10
封存运力有助解决供需矛盾，提升市场运价.....	11
稳定的经营环境是运价稳定的重要因素.....	12
中海集运：全球范围内最优秀的班轮公司之一.....	13
中海集运：船队大型化，年轻化，本土化创造竞争优势.....	13
公司业务介绍.....	14
太平洋航线.....	15
欧洲/地中海航线.....	16
亚太航线.....	18
内贸航线.....	19
主要成本分析.....	21
公司历史上的反周期购船策略大幅减轻成本压力.....	23
公司盈利能力位居全球前列.....	24
班轮公司股价受运价影响大，运价持续上涨将刺激股价.....	25
估值.....	26
风险提示.....	27
附录：三张报表预测摘要.....	28

图表目录

图表 1：中海集运太平洋航线运价及 CCFI 预测.....	5
图表 2：中海集运欧洲/地中海航线运价及 CCFI 预测.....	5

图表 3：09-11 年主营收入预测	5
图表 4：09-11 年各航线收入占比	5
图表 5：09-11 年运营成本预测	6
图表 6：09-11 年运输量及运价预测	7
图表 7：各航线运输量比例	7
图表 8：09-11 年燃油成本预测	7
图表 9：09-11 年集装箱装卸/管理及港口单位成本预测	8
图表 10：燃油价格/人民币汇率敏感性分析	8
图表 11：重箱装卸及管理/港口使费敏感性分析	8
图表 12：欧地/北美航线运价敏感性分析	8
图表 13：欧地/北美航线运量敏感性分析	8
图表 14：亚太/内贸航线敏感性分析	8
图表 15：亚太/内贸航线运量敏感性分析	8
图表 16：集运船舶的交付量明显的在减少	9
图表 17：未来集运行业供需预测	9
图表 18：集运船舶接近 0 订单的情况持续了超过 1 年的时间	10
图表 19：集运的行业集中度远远高于散货和油运	10
图表 20：全球三大班轮联盟	11
图表 21：预计未来班轮公司的闲置运力将进一步减少	11
图表 22：若因为运价上升而投放运力并不能为班轮公司带来更高的利润	12
图表 23：各船型闲置数量比例	12
图表 24：欧洲班轮公司在 2005 年的收购合并	12
图表 25：班轮公司在欧线的议价能力极强，运价快速恢复	13
图表 26：中海集运主要航线服务范围	14
图表 27：中海集运在船队规模上与中远并居国内首位	14
图表 28：1H2009 收入构成	15
图表 29：1H2009 运输量构成	15
图表 30：欧洲，亚太，国内航线是经济危机爆发前主要利润来源（百万元）	15
图表 31：中海集运太平洋航线运输量将缓慢提升	16
图表 32：中海集运太平洋航线运价	16
图表 33：远东-欧洲航线运输量和运价水平	17
图表 34：欧洲-远东航线运输量和运价水平	17
图表 35：预计中海集运欧线运输量逐步回升	17
图表 36：公司欧线受运价波动影响巨大	17
图表 37：班轮公司之间的经营是通过联营，仓位共享/互换等方式联合在一起	18
图表 38：亚太地区 GDP 增速远高于其他地区	19
图表 39：亚洲区内经济发展迅速带动货运需求	19

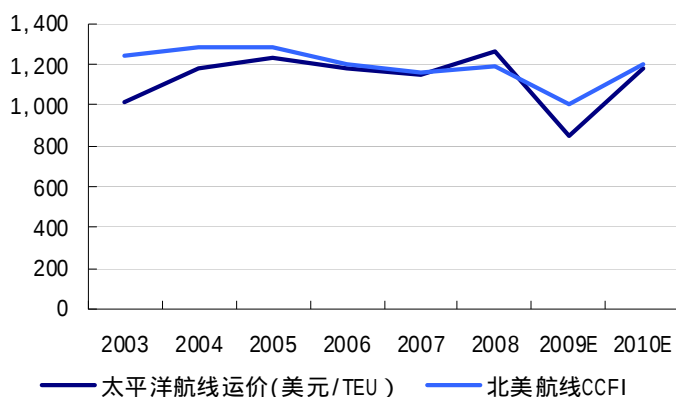
图表 40：受区内需求支撑运价波动小于其他航线	19
图表 41：毛利率比较，内贸 vs. 外贸	20
图表 42：中海集运主要内贸航线	20
图表 43：中海码头在国内投资的主要码头	21
图表 44：中海集运内贸航线运输量	21
图表 45：中海集运内贸航线收入及运价	21
图表 46：原油与船用燃油历史走势	22
图表 47：公司历史燃油消费量及预测	22
图表 48：公司历史燃油成本及预测	22
图表 49：公司重箱装卸及管理费	22
图表 50：公司港口使费	22
图表 51：公司主要成本分类	23
图表 52：公司主要成本	23
图表 53：公司船队在 02-05 年高速扩张	23
图表 54：巴拿马型集装箱船在 06-08 年大幅上升	23
图表 55：中海集运在手订单占运力比低于行业平均水平，对未来成本影响小	24
图表 56：中海集运的运营利润率在全球班轮公司中的排名	24
图表 57：中海集运的盈利能力在 07 年位居全球首位，在 08 年则下跌至第 8 位	25
图表 58：班轮公司股价与 CCFI 运价指数相关性极高	25
图表 59：全球主要集运股自 09 年 12 月至 1 月底的股价表现	26
图表 60：06-07 年，在盈利预测上调周期，股价持续上涨	26
图表 61：国内行业可比公司估值	27
图表 62：海外海运股票估值	27

盈利预测及估值

盈利预测及说明

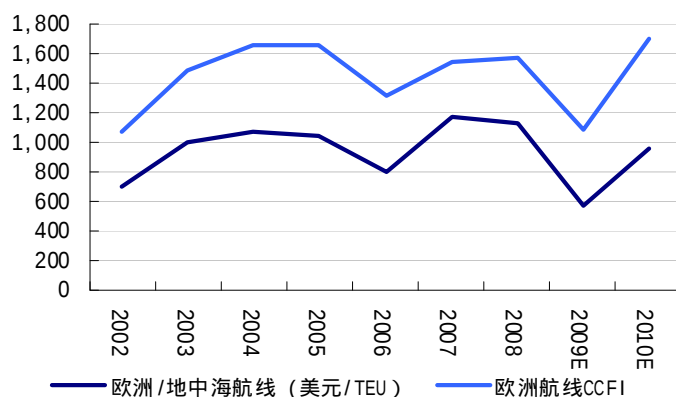
- 我们认为公司正处于业绩的拐点，随着运价的上涨和需求的复苏带来的量价齐升，公司未来 3-4 年的收入有望持续高速增长；

图表1：中海集运太平洋航线运价及 CCFI 预测



来源：国金证券研究所，公司资料，上海航运交易所

图表2：中海集运欧洲/地中海航线运价及 CCFI 预测



图表3：09-11 年主营收入预测

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
运输收入 (RMB m)	15,276	22,364	28,375	30,502	38,972	34,184	19,678	31,694	39,285
YoY	45%	46%	27%	7%	28%	-12%	-42%	61%	24%
太平洋航线	6,801	8,688	11,341	13,490	14,167	11,363	6,897	10,693	12,902
YoY	29%	28%	31%	19%	5%	-20%	-39%	55%	21%
欧洲/地中海航线	4,726	7,806	10,373	8,601	12,909	10,684	4,735	9,094	11,078
YoY	180%	65%	33%	-17%	50%	-17%	-56%	92%	22%
亚太航线	1,943	2,743	3,215	3,972	5,582	4,976	3,234	5,076	6,521
YoY	5%	41%	17%	24%	41%	-11%	-35%	57%	28%
其他航线	846	1,458	1,506	2,020	1,971	1,672	1,134	1,557	1,931
YoY	5%	72%	3%	34%	-2%	-15%	-32%	37%	24%
中国国内航线	961	1,668	1,939	2,420	4,342	5,490	3,678	5,273	6,853
YoY	9%	74%	16%	25%	79%	26%	-33%	43%	30%
码头业务					195	288	216	249	274
YoY						48%	-25%	15%	10%
主营收入	15,276	22,364	28,375	30,502	39,167	34,472	19,895	31,943	39,559
YoY	45%	46%	27%	7%	28%	-12%	-42%	61%	24%

来源：国金证券研究所，公司资料

图表4：09-11 年各航线收入占比

各航线收入比例	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
太平洋航线	45%	39%	40%	44%	36%	33%	35%	34%	33%
欧洲/地中海航线	31%	35%	37%	28%	33%	31%	24%	29%	28%
亚太航线	13%	12%	11%	13%	14%	15%	16%	16%	17%
其他航线	6%	7%	5%	7%	5%	5%	6%	5%	5%
中国国内航线	6%	7%	7%	8%	11%	16%	19%	17%	17%

来源：国金证券研究所，公司资料

图表5：09-11 年运营成本预测

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
运营成本（百万元）	-12,075	-16,228	-22,007	-26,271	-34,144	-33,742	-26,049	-29,309	-32,755
YoY		34%	36%	19%	30%	-1%	-23%	13%	12%
重箱装卸费及管理	-3,594	-5,138	-6,506	-7,981	-10,851	-10,247	-7,468	-8,681	-10,427
YoY		43%	27%	23%	36%	-6%	-27%	16%	20%
港口使费	-1,076	-1,223	-1,857	-2,256	-2,761	-2,470	-1,800	-2,093	-2,479
YoY		14%	52%	22%	22%	-11%	-27%	16%	18%
燃油成本	-2,042	-2,595	-4,384	-6,134	-7,560	-10,078	-6,402	-7,835	-9,788
YoY		42%	27%	69%	40%	23%	33%	-36%	22%
经营租赁租金成本	-2,513	-2,967	-2,948	-2,987	-3,737	-3,390	-3,041	-2,987	-2,016
YoY		9%	18%	-1%	1%	25%	-9%	-10%	-2%
折旧	-529	-800	-861	-1,164	-1,331	-1,317	-1,394	-1,405	-1,558
YoY		39%	51%	8%	35%	14%	-1%	6%	1%
支线及其他成本	-2,107	-3,230	-5,104	-5,322	-7,282	-5,431	-5,216	-5,560	-5,716
YoY		29%	53%	58%	4%	37%	-25%	-4%	7%
员工福利开支	-214	-276	-347	-427	-622	-809	-728	-749	-772
YoY		18%	29%	26%	23%	46%	30%	-10%	3%

来源：国金证券研究所，公司资料

- **运输量预测：**根据我们宏观经济小组的预测，中国 2010 年的出口增速约为 15%-20%，虽然公司在 2010 年没有新加运力，但仍有足够的运力支撑需求的增长。我们预计 2010 年内外贸各航线箱量增长 12-13%，在 2011 年世界经济进一步好转后运输量增速将小幅加快；
- **平均运价预测：**
 - ◆ 太平洋航线：我们预计太平洋航线的运价在年内将进一步上涨，包括年度美西 800 美元/FEU 和美东 1000 美元/FEU。虽然我们认为年度涨价将超过 TSA 建议的水平，但我们并没把此预期计算入我们的盈利预测里，一旦更高的涨价水平被公布或确定，我们的盈利预测将面临上调风险；
 - ◆ 欧洲航线：在运价恢复至接近 07 年的历史高位以后，我们并不对后续的大幅涨价报很大的希望。我们的模型预测欧线的运价将维持在目前的水平附近；
 - ◆ 亚太航线：公司亚太航线收入的主要来源来自于澳洲/新西兰航线和中东航线。其中澳新航线的运价亦已在去年年底恢复至历史高点附近，我们预计该航线在 2010 年的平均运价涨幅约为 40%；
 - ◆ 国内航线：我们预计内贸航线在需求持续好转的支撑下，将在 09 年下跌 33%的基础上上涨 28%，但均价仍低于 08 年的水平；

图表6：09-11 年运输量及运价预测

运输量（千标准箱）	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
合计	2,834	3,655	4,597	5,658	7,299	6,942	6,668	7,481	8,547
YoY	18%	29%	26%	23%	29%	-5%	-4%	12%	14%
太平洋航线	809	893	1,125	1,433	1,628	1,304	1,200	1,356	1,545
YoY	10%	10%	26%	27%	14%	-20%	-8%	13%	14%
欧洲/地中海航线	572	886	1,219	1,352	1,458	1,376	1,239	1,387	1,568
YoY	96%	55%	38%	11%	8%	-6%	-10%	12%	13%
亚太航线	528	652	776	1,022	1,233	1,371	1,371	1,535	1,750
YoY	-11%	23%	19%	32%	21%	11%	0%	12%	14%
其他航线	73	122	75	139	231	181	149	168	193
YoY	-20%	67%	-39%	87%	66%	-21%	-18%	13%	15%
中国国内航线	853	1,102	1,402	1,713	2,749	2,710	2,710	3,035	3,490
YoY	25%	29%	27%	22%	61%	-1%	0%	12%	15%
平均运价（元/TEU）	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
合计	5,390	6,119	6,172	5,391	5,339	4,924	2,951	4,236	4,596
YoY	23%	14%	1%	-13%	-1%	-8%	-40%	44%	8%
外贸平均运价	7,226	8,107	8,274	7,118	7,611	6,780	4,043	5,943	6,414
YoY	28%	12%	2%	-14%	7%	-11%	-40%	47%	8%
太平洋航线	8,410	9,731	10,083	9,417	8,702	8,714	5,750	7,888	8,349
YoY	17%	16%	4%	-7%	-8%	0%	-34%	37%	6%
欧洲/地中海航线	8,268	8,811	8,507	6,363	8,855	7,763	3,823	6,556	7,067
YoY	43%	7%	-3%	-25%	39%	-12%	-51%	72%	8%
亚太航线	3,680	4,208	4,142	3,887	4,527	3,629	2,359	3,306	3,726
YoY	17%	14%	-2%	-6%	16%	-20%	-35%	40%	13%
其他航线	11,599	11,934	20,199	14,516	8,542	9,230	7,635	9,279	10,002
YoY	31%	3%	69%	-28%	-41%	8%	-17%	22%	8%
中国国内航线	1,126	1,514	1,383	1,413	1,579	2,026	1,357	1,737	1,963
YoY	-13%	34%	-9%	2%	12%	28%	-33%	28%	13%

来源：国金证券研究所，公司资料

图表7：各航线运输量比例

各航线运量比例	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
太平洋航线	28.5%	24.4%	24.5%	25.3%	22.3%	18.8%	18.0%	18.1%	18.1%
欧洲/地中海航线	20.2%	24.2%	26.5%	23.9%	20.0%	19.8%	18.6%	18.5%	18.3%
亚太航线	18.6%	17.8%	16.9%	18.1%	16.9%	19.7%	20.6%	20.5%	20.5%
其他航线	2.6%	3.3%	1.6%	2.5%	3.2%	2.6%	2.2%	2.2%	2.3%
中国国内航线	30.1%	30.1%	30.5%	30.3%	37.7%	39.0%	40.6%	40.6%	40.8%

来源：国金证券研究所

- 我们根据各航线的运量计算未来燃油的消费量，经测试与历史的误差保持在 5% 的范围内，根据 10-11 年的运输量，我们的模型预测燃油消费量分别为 2549 吨和 2874 吨，同比上涨 9% 和 13%。
- 我们预计油价在需求复苏缓慢的情况下，将不会大幅度上涨。若需求增加，OPEC 或将扩大生产，也将维持油价在较少的涨幅。我们模型里假设 2010 年和 2011 年的燃油成本分别为 460 美元/吨和 500 美元/吨；

图表8：09-11 年燃油成本预测

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
燃油成本（百万元）	2,042	2,595	4,384	6,134	7,560	10,078	6,402	7,835	9,788
YoY	42%	27%	69%	40%	23%	33%	-36%	22%	25%
燃油价格（美元/吨）	186	184	254	307	483	594	400	460	520
YoY	20%	-1%	38%	21%	57%	23%	-33%	15%	13%
燃油消费量（吨）	1,330	1,703	2,110	2,511	2,710	2,450	2,347	2,549	2,874
YoY	18%	28%	24%	19%	8%	-10%	-4%	9%	13%

来源：国金证券研究所，公司资料

- 由于挂靠港减少，内贸比例增加和港口费率下降等原因，重箱装卸及管理费和港口使费均大幅。港口在未来2年仍面临利用率不足和港口间竞争的问题，我们认为重箱装卸及管理费和港口使费的均价维持在4%-5%的涨幅。

图表9：09-11年集装箱装卸及管理及港口单位成本预测

元/TEU	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
重箱装卸费及管理	1,268	1,406	1,415	1,411	1,487	1,476	1,120	1,160	1,220
YoY		11%	1%	0%	5%	-1%	-24%	4%	5%
港口使费	380	335	404	399	378	356	270	280	290
YoY		-12%	21%	-1%	-5%	-6%	-24%	4%	4%

来源：国金证券研究所，公司资料

2010年EPS敏感性分析

- 公司的盈利受燃油价格，汇率，重箱装载/港口费用，及运价的影响巨大，这几项费用都具有高度不确定的。我们针对影响盈利的主要因素做了敏感性分析，以方便投资者了解在不同情况下公司的盈利情况；

图表10：燃油价格/人民币汇率敏感性分析

汇率	燃油价格					
		420	440	460	480	500
	6.95	0.179	0.154	0.129	0.103	0.078
	6.82	0.153	0.128	0.103	0.078	0.054
	6.6836	0.125	0.101	0.077	0.052	0.028
	6.55	0.098	0.074	0.051	0.027	0.003
	6.41	0.07	0.047	0.023	0	-0.023

来源：国金证券研究所

图表11：重箱装卸及管理/港口使费敏感性分析

港口使费	重箱装卸及管理					
		0%	2%	4%	6%	8%
	0%	0.103	0.094	0.082	0.07	0.058
	2%	0.101	0.091	0.079	0.067	0.056
	4%	0.098	0.089	0.077	0.065	0.053
	6%	0.095	0.086	0.074	0.062	0.05
	8%	0.092	0.083	0.071	0.059	0.047

图表12：欧地/北美航线运价敏感性分析

北美运价	欧洲/地中海运价					
		65%	70%	75%	80%	85%
	27%	-0.03	-0.012	0.007	0.025	0.043
	35%	0.013	0.031	0.005	0.068	0.086
	40%	0.04	0.058	0.077	0.095	0.113
	45%	0.067	0.085	0.104	0.122	0.14
	50%	0.094	0.112	0.13	0.149	0.167

来源：国金证券研究所

图表13：欧地/北美航线运量敏感性分析

北美运量	欧洲/地中海运量					
		8%	10%	12%	14%	16%
	10%	0.047	0.055	0.062	0.07	0.077
	12%	0.057	0.064	0.072	0.079	0.087
	13%	0.061	0.069	0.077	0.084	0.092
	15%	0.071	0.079	0.086	0.094	0.101
	17%	0.081	0.088	0.096	0.103	0.111

图表14：亚太/内贸航线敏感性分析

内贸运价	亚太运价					
		23%	33%	43%	53%	63%
	18%	-0.003	0.023	0.048	0.073	0.098
	23%	0.012	0.037	0.062	0.087	0.112
	28%	0.027	0.052	0.077	0.102	0.127
	33%	0.041	0.066	0.091	0.116	0.141
	48%	0.085	0.11	0.135	0.16	0.185

来源：国金证券研究所

图表15：亚太/内贸航线运量敏感性分析

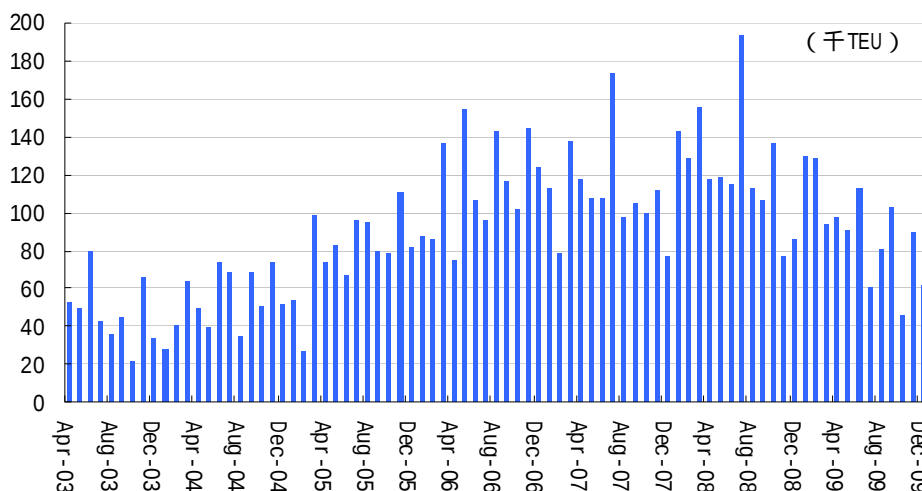
内贸运量	亚太运量					
		8%	10%	12%	14%	16%
	8%	0.059	0.064	0.069	0.074	0.079
	10%	0.063	0.068	0.073	0.078	0.083
	12%	0.067	0.072	0.077	0.082	0.086
	14%	0.07	0.075	0.08	0.085	0.09
	16%	0.074	0.079	0.084	0.089	0.094

集运行业：2010 年一季度起开始复苏

新船投放受到控制，投放减速迹象明显

- **新船的投放速度减缓。**船东仍在尽力减少新建集装箱船舶的投放，新船投放量在 07-08 年到达高峰后有放缓的趋势。我们认为 2010-2011 年间运力增速将维持在比较低的位置，预计在 6%-7% 之间。原有订单除部分将被撤销外，将延迟至 2014 年前投放。

图表16：集运船舶的交付量明显的在减少



来源：国金证券研究所，Clarkson

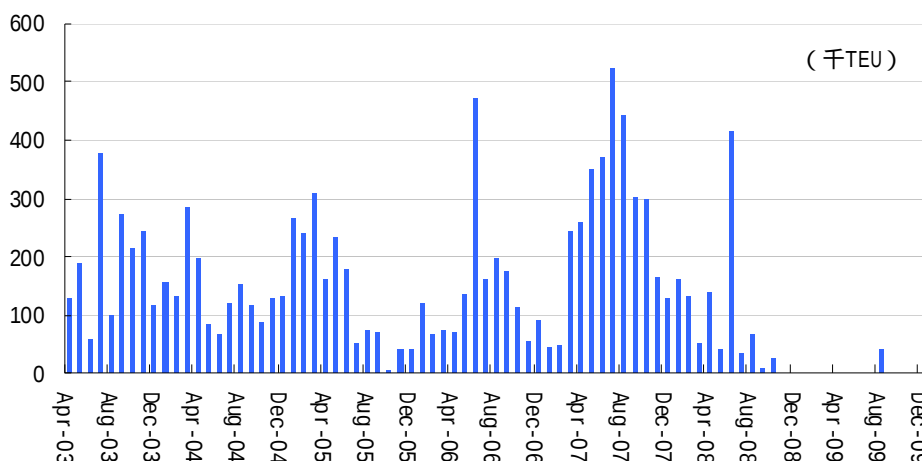
图表17：未来集运行业供需预测

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
全球GDP增速	4.9%	4.4%	5.1%	5.2%	3.2%	-1.1%	3.1%	4.3%
集装箱贸易增速	14.9%	10.0%	10.9%	12.4%	5.4%	-9.8%	5.9%	8.6%
集装箱贸易/GDP乘数	3.0	2.3	2.1	2.4	1.7	NA	1.9	2.0
供给（千TEU）								
年初运力	6576.5	7187.3	8126.4	9470.1	10768.6	12149.2	12971.2	13830.7
运力投放					1386.5	1122.0	1139.5	1157.6
拆解量					99.9	300.0	280.0	240.0
年底运力	7187.3	8126.4	9470.1	10768.6	12149.2	12971.2	13830.7	14748.3
实际运力增速	9.7%	13.1%	16.5%	13.7%	12.8%	6.8%	6.6%	6.6%
加权运力增速		11.5%	14.9%	15.0%	13.2%	9.6%	6.7%	6.6%
闲置					320.1	1149.0	1197.4	991.3
占运力比例	(闲置运力中非运营船东占比将逐年提高)				3.0%	9.0%	9.0%	7.0%
有效运力					11829.1	11822.2	12633.2	13757.0
有效运力增速						-0.1%	6.9%	8.9%

来源：国金证券研究所，Clarkson，Alphaliner，IMF

- 现在集运行业的投资回报率不足以让现有班轮公司做出新投资的决定，接近 0 订单的情况已经维持了超过 1 年的时间。相反，由于 09 年的历史巨额亏损，各大班轮公司处于自身财务状况的考虑均在持续撤销和延迟订单。
- 集装箱船舶由下订单到交付至少需要 1 年的时间，需求复苏后造船行业将无法及时建造大量的新船满足市场需求，因此我们认为，班轮公司在下一个景气周期的持续时间将更长，未来几年行业盈利将有望持续高速的增长。

图表18：集运船舶接近0订单的情况持续了超过1年的时间

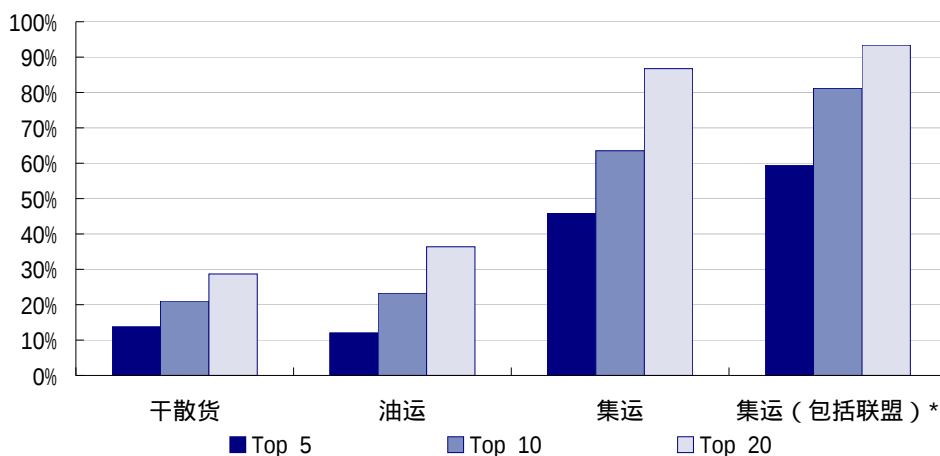


来源：国金证券研究所，Clarkson

集运行业高度集中，价格联盟增强议价能力

- 集运的行业是高度集中的，最大的10家班轮公司掌握了64%的市场运力，大幅高于油运（23%）和干散货（21%）。如将已结为联盟的班轮公司视为一家公司的话，10大班轮公司（联盟）占据了81%的市场运力；
- 在不同航线上有不同班轮组织，定期召开会议商讨行业策略，共享行业数据，制定涨价计划。北美航线上的TSA（泛太平洋运价稳定协议）的会员就占据了90%的市场份额，其议价能力在马士基重新加入后大幅提高；
- 除了联盟和班轮组织以外，班轮公司会进行航线上的单独合作，譬如中海集运在亚欧线上与CMA和UASC的共同派船和仓位共享，各方面利益可以协商达到一致；
- 我们认为，班轮公司之间的合作是行业走出困境的唯一途径，也是闲置运力未被完全利用前的最佳策略。倘若全行业持续亏损必将造成部分班轮公司破产（尤其是欧洲的班轮公司），新入的竞争者将以更低的价格购得破产公司的资产，利用其成本优势扩大市场份额拉低运价水平，同时也恶化现有班轮公司的经营环境，因此现有班轮公司必将尽力维持现有的竞争格局。

图表19：集运的行业集中度远远高于散货和油运



来源：国金证券研究所，Alphaliner，*集运（包括联盟）计算中把已结为联盟的公司合算为一家公司

图表20：全球三大班轮联盟

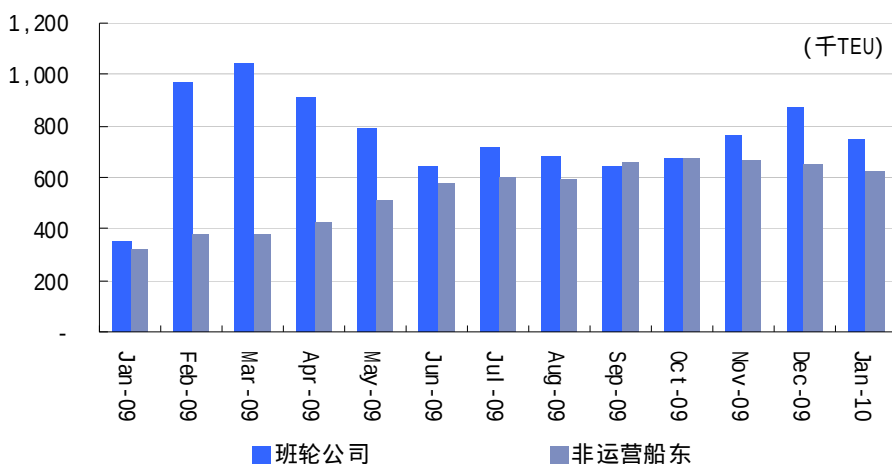
联盟	联盟会员	合并市场份额
Grand Alliance	NYK, Hapag-Lloyd, OOCL	9.5%
New World Alliance	APL, MOL, Hyundai	9.3%
CKHY	COSCO, K Line, Yang Ming Line, Hanjin	12.0%

来源：国金证券研究所

封存运力有助解决供需矛盾，提升市场运价

- **封存运力有助运价上涨。**自 09 年初各班轮公司通过封存运力的方式减少市场上的有效运力供应，从而导致市场上的供需平衡，提升运价水平；（关于闲置运力的研究请参考我们 09 年底发布的集运行业报告“2010 年集运运价将超出市场预期”）
- 关于闲置运力是否会随意投放并影响市场运价的问题，我们的看法与市场稍有不同。**我们认为运价的上涨并不会直接导致运力的投放**，而需求的复苏则是班轮公司运力调配的最关键因素；
- **班轮公司是按箱量收费的**，这点与油轮和干散货有很大的不同。油轮和干散货只要出租，收到的是整船的租金。但班轮公司在定好航期和航程后，即使装载率很低，为保证公司声誉也必须行驶，收入水平将受到装载率影响大幅下降，即使单箱运价水平高于盈亏平衡点，但由于仓位利用率不足也可能导致亏损；
- 因此在考虑投放运力的同时，**增加运力后船舶的装载率将是决定性因素之一**。在需求不足以支撑新增运力的情况下，船队的装载率将有所降低，带来仅仅是运营成本的增加，而非收入的增加；
- 经过 08-09 年的低谷，班轮公司已经感受到切肤之痛，在需求不足的情况下增加运力投放，无疑将是雪上加霜。我们从闲置运力的统计上也看出班轮公司在策略上的改变：**旺季过后虽然运价维持在高位并且小幅上涨，然而闲置比例却有所增加，始终保证着船舶的高装载率，支撑淡季的运价水平。**

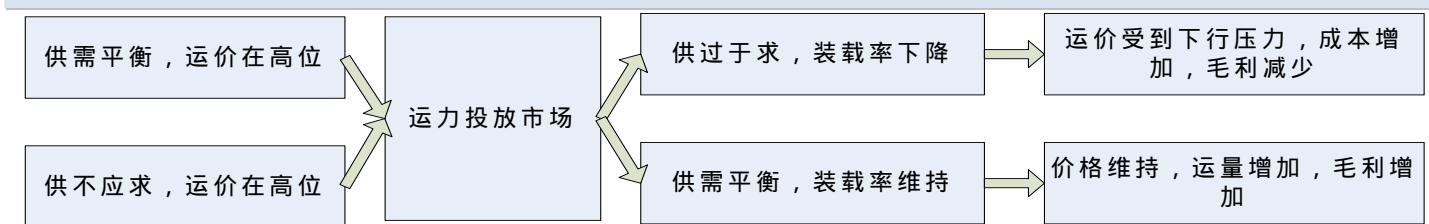
图表21：预计未来班轮公司的闲置运力将进一步减少



来源：国金证券研究所，Alphaliner

1 月份班轮公司的闲置运力下降至 5.7%，主要原因是：1）经济航速的推广，班轮公司必须新增船舶以维持原有班期；2）部分小型船舶被投放到近洋运输市场以应付需求的回升；

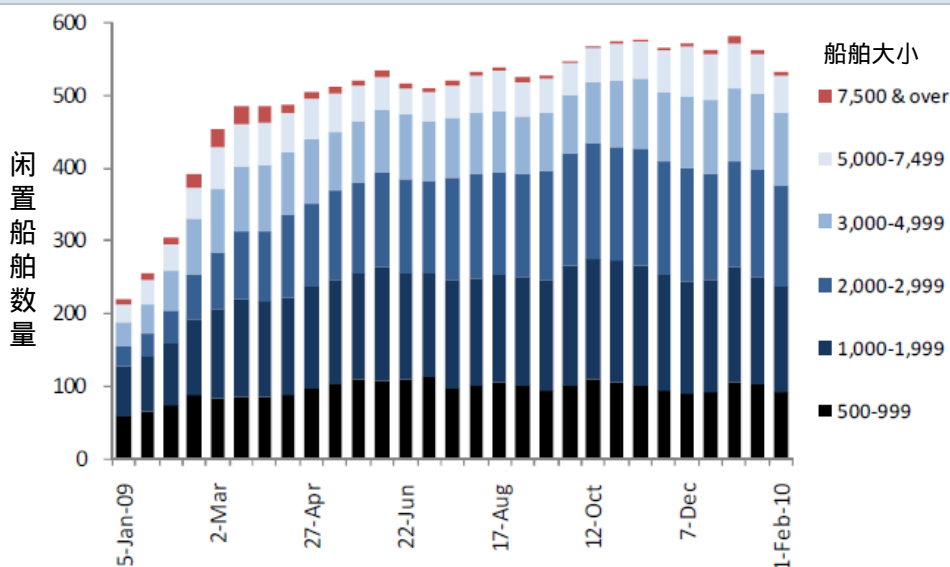
图表22：若因为运价上升而投放运力并不能为班轮公司带来更高的利润



来源：国金证券研究所

- 闲置的大型船舶不多，即使投放对远洋航线影响有限。目前闲置运力大多数是 5000TEU 以下的船舶，并不适合投放到远洋航线（北美一般船舶大小为 5000TEU+，欧洲 7000TEU+），对北美和欧洲/地中海航线的影响并不明显。

图表23：各船型闲置数量比例



来源：国金证券研究所，Alphaliner

稳定的经营环境是运价稳定的重要因素

- 航线运价在历史上出现过三次较大的跌幅，分别是 2002 年（需求减缓），2006（欧洲集运行业兼并收购导致价格战）年和 2008-2009 年（需求下降），但每次班轮公司均能在次年大幅拉升运价恢复甚至超过下跌以前的水平；

图表24：欧洲班轮公司在 2005 年的收购合并

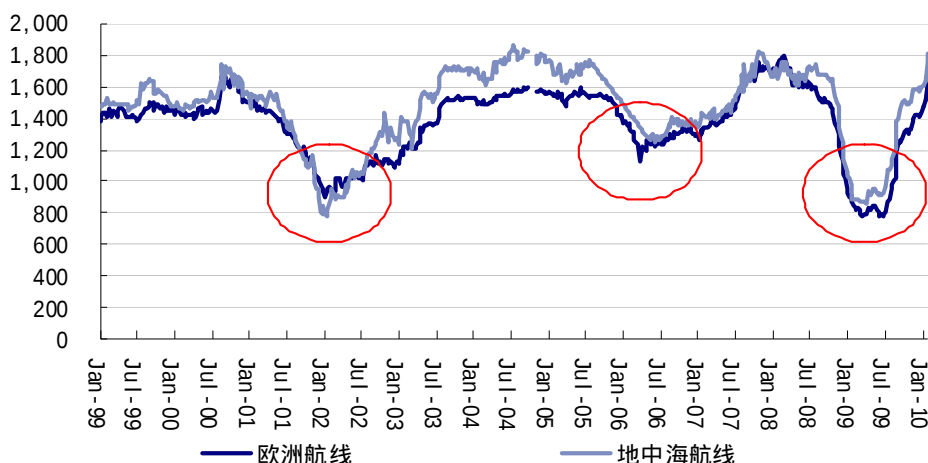
时间	收购方	被收购方
Aug-05	Maersk	P&O Nedlloyd
Oct-05	TUI（Hapag-Lloyd 股东）	CP Ships

来源：国金证券研究所

- 虽然历史上三次运价的大幅下跌都伴随着运力的高速增加，但我们认为供需矛盾并不直接导致运价下跌，对于集运行业来说，稳定的经营环境则有助提升运价水平。在运力持续投放市场的情况下（2003 运力增长 9%，2007 年运力增长 16%），供需关系并不能在 1 年的时间里得到缓解。因此如果供需关系是影响集运行业运价的主要因素，运价将不会在供需关系未得到改善的情况下大幅上涨并超过盈利水平；
- 我们认为，由于班轮公司之间的合作以及对运力供给的控制，供过于求的问题在集运行业中是可以解决的。而在稳定的经营环境下，班轮公司将能够充分应用其议价能力，提升运价水平。

05 年底马士基收购 P&O Nedlloyd 以后经营不佳，导致合并市场份额下降，马士基为了挽救其市场地位而导致了航线上的价格战。

图表25：班轮公司在欧线的议价能力极强，运价快速恢复



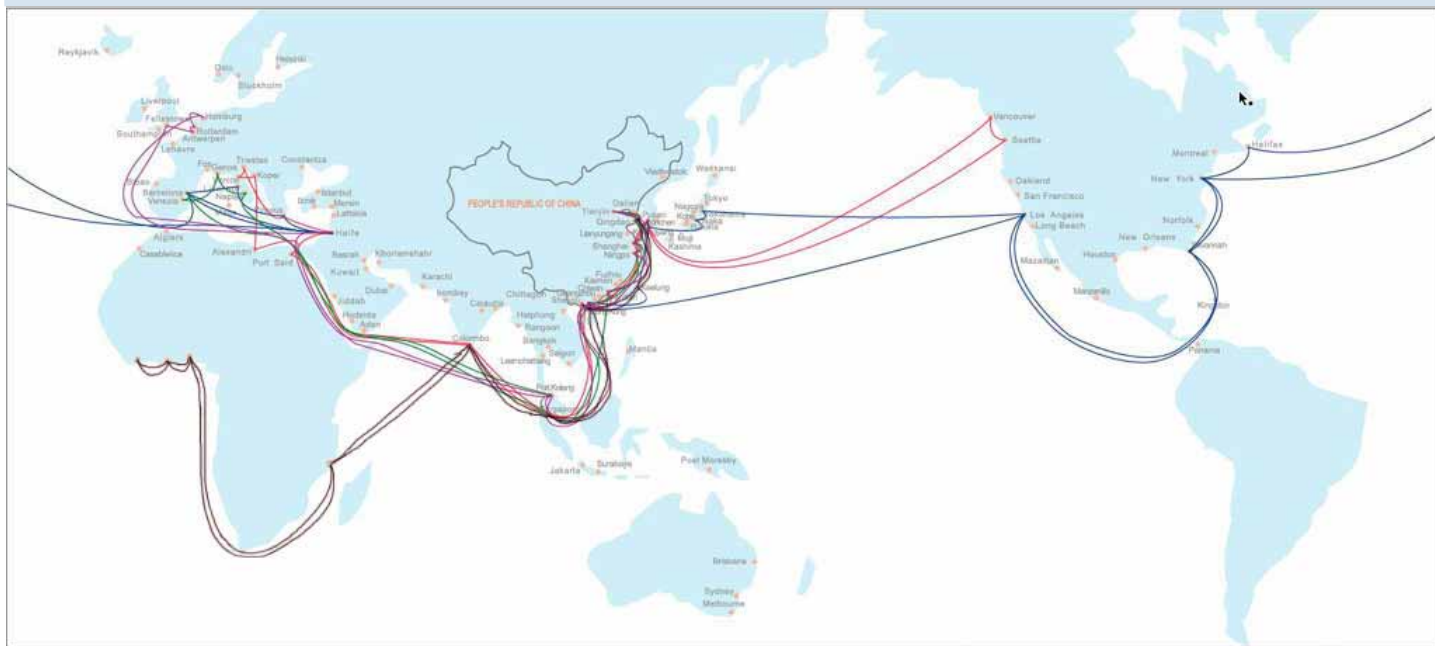
来源：国金证券研究所，上海航运交易所

中海集运：全球范围内最优秀的班轮公司之一

中海集运：船队大型化，年轻化，本土化创造竞争优势

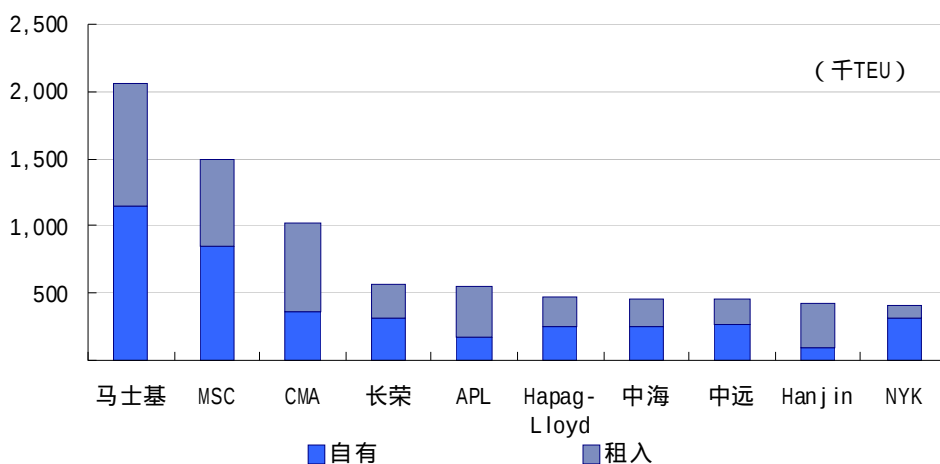
- 公司位居全球集装箱运输企业的第一梯队，以运载能力计，位列全球第七，国内第一。公司已拥有内外贸干支线 50 余条，航线服务范围覆盖整个中国沿海，亚洲，欧洲，美洲，非洲，波斯湾等全球主要贸易区域。
- 公司在 2002 年新船造价底部大量订船，运力高速增长。截至 2009 年 6 月，公司运营船队 126 艘，合计运能 48 万标箱，是 2002 年的 2.8 倍。
- 公司运载能力超过 4000 TEU 的船舶 75 艘，占船队运力 87%，平均船龄仅 4.7 年。年轻的船队效率更高，节省燃油成本，并且大型的船舶将减低单箱港口成本。
- 公司在内贸市场上拥有绝对的优势，以集装箱吞吐量计算，中海集运部分内贸航线于国内多个主要港口的市场占有率超过 50%，部分港口的占有率更高达 80%-90%。

图表26：中海集运主要航线服务范围



来源：国金证券研究所，公司资料

图表27：中海集运在船队规模上与中远并居国内首位

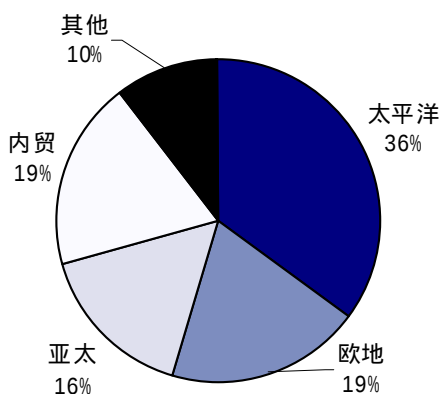


来源：国金证券研究所，Alphaliner

公司业务介绍

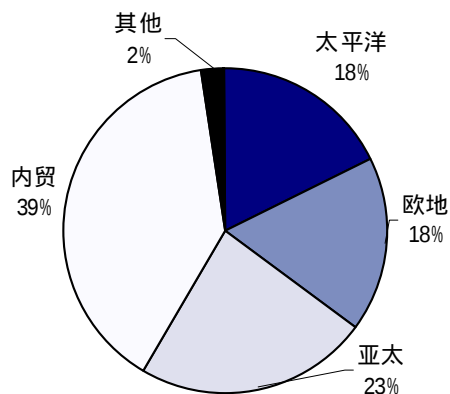
- 公司集装箱运输收入的主要来源为外贸航线，根据 09 年中报公布，公司外贸航线占收入比例为 81%。内贸收入在中国经济快速发展的带动和公司自身的运力扩张下，占比从 2002 年的 8.4% 上升到 2009 年中期的 19%，但预计未来两年欧美经济恢复和运价的上涨将增加外贸航线收入的比重，内贸收入占比将小幅下降。

图表28：1H2009 收入构成

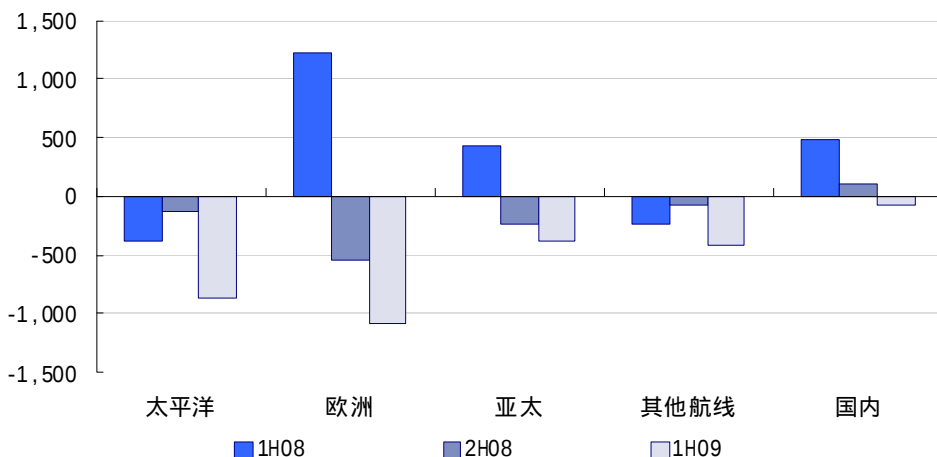


来源：国金证券研究所，公司资料

图表29：1H2009 运输量构成



图表30：欧洲，亚太，国内航线是经济危机爆发前主要利润来源（百万元）



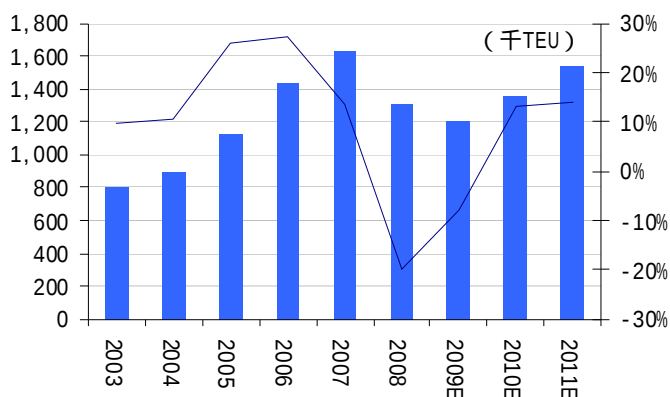
来源：国金证券研究所，公司资料

太平洋航线

- 太平洋航线主要包括美东，美西和南美航线。2008 年和 2009 年上半年的运输收入中分别有 32.5%和 35%的收入来自于太平洋航线。
- 美西航线运价经历了 2006，2007 连续两年下调后和高油价影响到公司在该航线的盈利水平。根据公司披露，太平洋航线在 2007 和 2008 年分别录得 9300 万和 5.2 亿亏损。2009 年上半年亏损更扩大至 8.7 亿。
- 北美航线多为一年一签的合同，通常在每年的 4-5 月签订并执行至次年的 4-5 月。合同模式为基准价加附加费（旺季/燃油）的形式，对于大客户再适当进行打折优惠。比如 2009 年 TSA（泛太平洋运价稳定协议）建议美西的合同价格位 1350 美元/FEU，若大客户能获得 20%的优惠，合同价则为 1080。20%的价格优惠同时适用于所有附加费上。公司在该航线中的现货比例约为 50%。
- 我们认为，1 月 15 日美西航线涨价 400 美元/FEU 后公司太平洋航线将接近盈亏平衡点。若 5 月重签的年度合同能够实现 800 美元/FEU 的涨价（在 1 月 15 日涨价 400 美元的基础上再涨 400 美元），航线则能实现盈利。除今年 1-2 月份的涨价以外，预计今年 4 月将会再有一次燃油附加费的调整，调整后班轮公司在该航线上的亏损将进一步减少。
- 在 2010 年初运价大幅上涨后，我们认为运价继续上涨的趋势仍然存在。在运价大幅上涨以后，货量仍然得到保证，班轮公司或争取更高的年度合同涨幅。

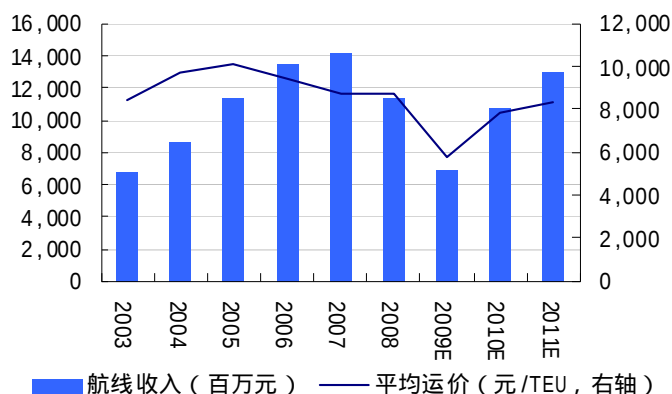
- ◆ TSA 在 09 年十月公布的涨价计划是美西线在去年合同价的基础上上涨 800 美元/FEU，美东线则在去年的基础上上调 1000 美元/FEU。这一开始认为比较激进的涨价幅度已逐渐被市场接受。
- ◆ 1 月底的美西，美东市场运价约为 1988 美元/FEU 和 3081 美元/FEU，仅低于建议合同价 9%-12%。考虑 2 月初和 2 月下旬及 4 月份的提价，年度合同的建议价格完全可能在 4 月份以前就能达到，届时班轮公司将寻求更高的涨价幅度。
- ◆ 班轮公司在北美航线的议价能力大幅增强，我们认为除了大幅亏损导致班轮公司缩减自身运力使得市场有效运力得到控制以外，马士基重新加入 TSA 也起着关键的作用。

图表31：中海集运太平洋航线运输量将缓慢提升



来源：国金证券研究所，公司资料

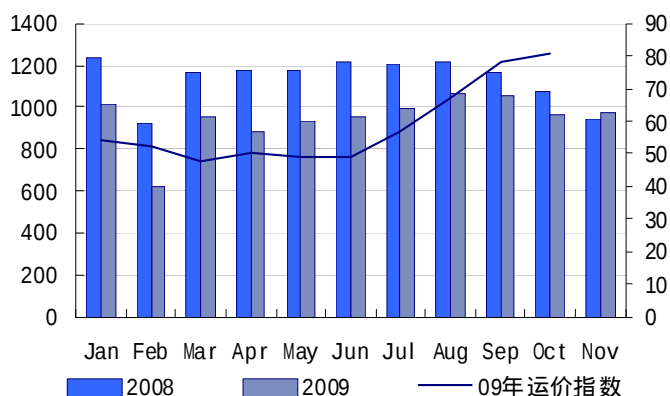
图表32：中海集运太平洋航线运价



欧洲/地中海航线

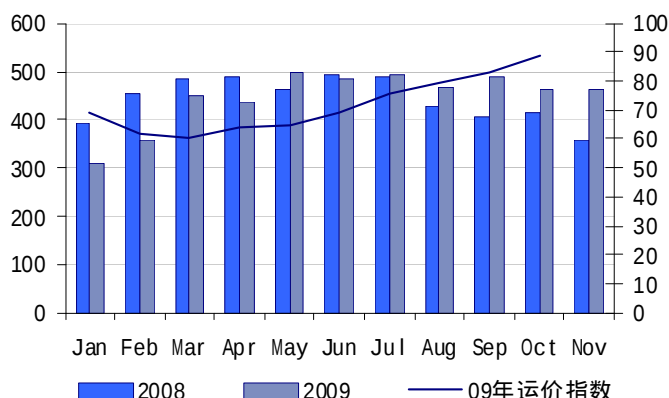
- 公司在欧洲航线上的经营方式是以现货为主，因此业绩会受到航线运价的波动影响。我们预计公司在该条航线上 90%的运输量是以现货价格结算，在运价上升周期，现货价往往会高于合同价，而调价也相对灵活。我们认为公司 2010 年在欧线上的表现将优于以合同客户为主的班轮公司。
- 根据 ELAA (European Liner Affairs Association) 发布的数据，运价和运量正在持续好转。远东至欧洲航线运输量在 11 月录得 09 年首次同比增长 2%，运价指数也从其最低的 48 点上升至 10 月的 81 点 (2008 年 1 月为 100 点)。
- 欧洲至远东的运输量已经从 5 月份开始超过 08 年的水平，11 月甚至录得 30%的同比增长，显示亚洲区内需求恢复迅速。
- 根据上海航运交易所发布的运价指数，欧洲和地中海航线的运价已经接近 2007 年的历史高位。在目前的运价水平，公司在该条航线获得盈利是没有疑问的。欧洲/地中海航线仍将是公司未来收入和利润的主要来源之一。

图表33：远东-欧洲航线运输量和运价水平



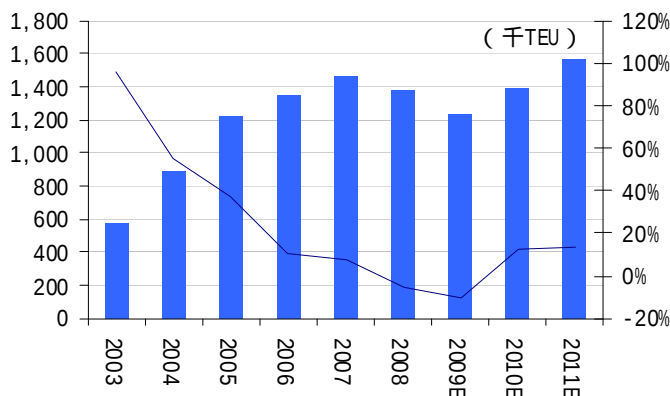
来源：国金证券研究所，ELAA，*运价指数：2008年为100点

图表34：欧洲-远东航线运输量和运价水平



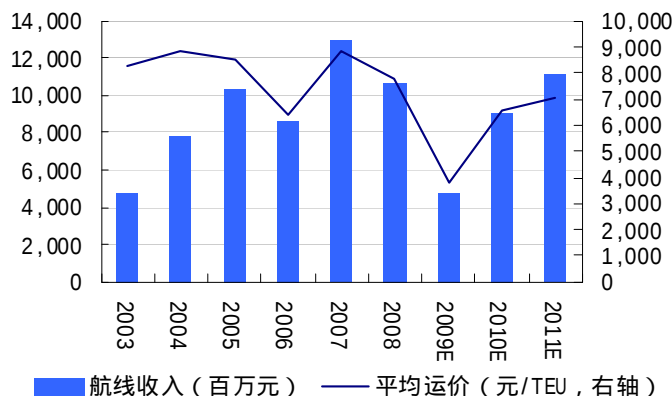
- 欧洲航线来回程运量比例趋向均衡，将降低单箱运营成本。根据 ELAA 的统计，2008 年 1-11 月去程和回程箱量比是 2.6 : 1，即如果去程保持满载的话，回程的装载率只有 38%，回程的仓位利用率极低。2009 年 1-11 月去程和回程箱量比为 2.1 : 1，即去程保持满载的情况下回程的装载率将达 48%。由于回程的费用是不可避免要发生的费用，因此回程仓位利用率的上升将增加班轮公司的收入，而仅增加重箱装载的成本。

图表35：预计中海集运欧线运输量逐步回升



来源：国金证券研究所，公司资料

图表36：公司欧线受运价波动影响巨大

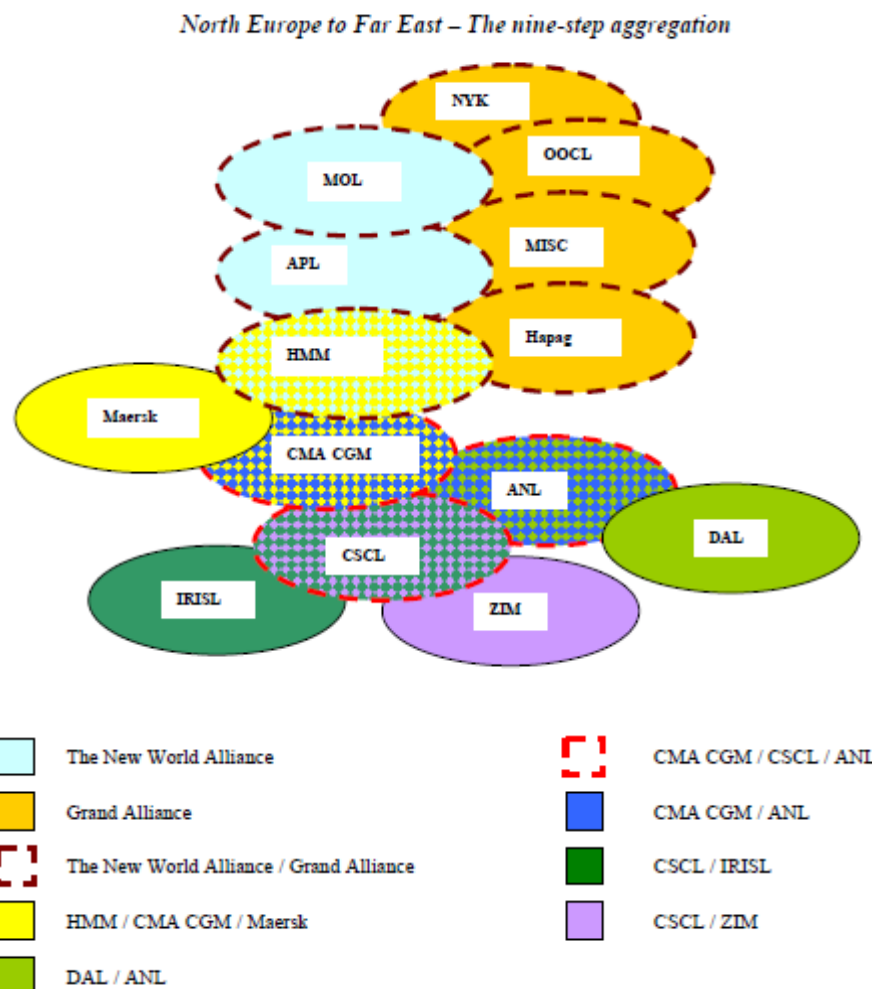


- 欧盟虽然在 2008 年 10 月取消了欧洲班轮公会的反垄断豁免权，但保留了班轮公司能以联营合作等方式继续运营，联营/合作体合共市场份额限制为 30%。比如中海集运，在其 6 条欧洲和地中海航线中，仅两条是单独运营，其余四条均与 CMA，Evergreen，USAC，ZIM，Hanjin 等公司合作联营。班轮公司间的合作大大的提高了行业的议价能力。

图表37：班轮公司之间的经营是通过联营，仓位共享/互换等方式联合在一起

欧洲法律规定联营体的市场份额不得超过 30%。

班轮公司往往会与 2-3 个其他班轮公司在一条航线上进行合作。

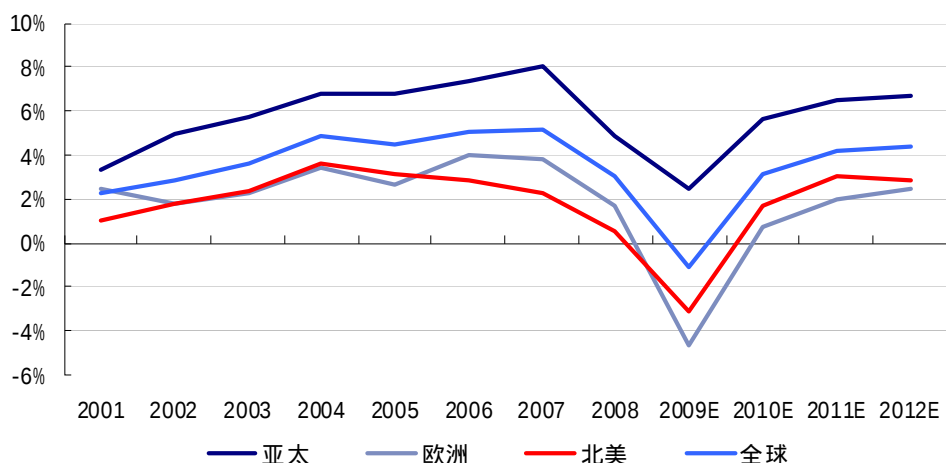


来源：国金证券研究所，ELAA

亚太航线

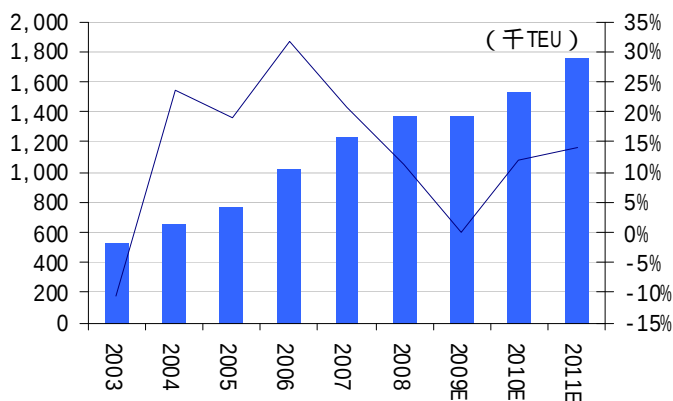
- 亚太航线主要包括澳洲/新西兰线，日本线和东南亚线。根据公司 09 年中报披露的数据，亚太航线占公司运输收入的 16.1%，略微高于 08 年中期的 15.7%。
- 亚洲区内的需求虽然同时受到金融危机的打击，但是其恢复的时间要远早于欧美国家。我们预计亚太航线的运输量在 2009 年将与 08 年持平，2010 年将上涨约 12%。
- 受亚洲区内需求的好转，亚太航线运价的恢复良好，尤其是澳新线，自 09 年 4 月触底以来，现在运价水平仅低于 07-08 年历史最高点的 2.6%。日本和东南亚航线均在持续的恢复过程中。我们预计亚太航线仍然为未来公司利润的主要来源之一。

图表38：亚太地区 GDP 增速远高于其他地区



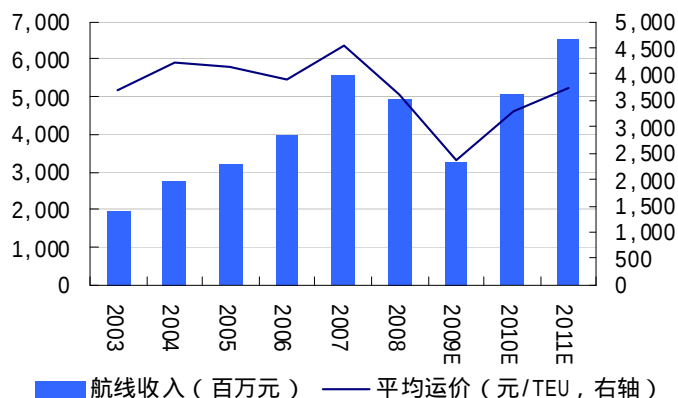
来源：国金证券研究所，IMF

图表39：亚洲区内经济发展迅速带动货运需求



来源：国金证券研究所，公司资料

图表40：受区内需求支撑运价波动小于其他航线

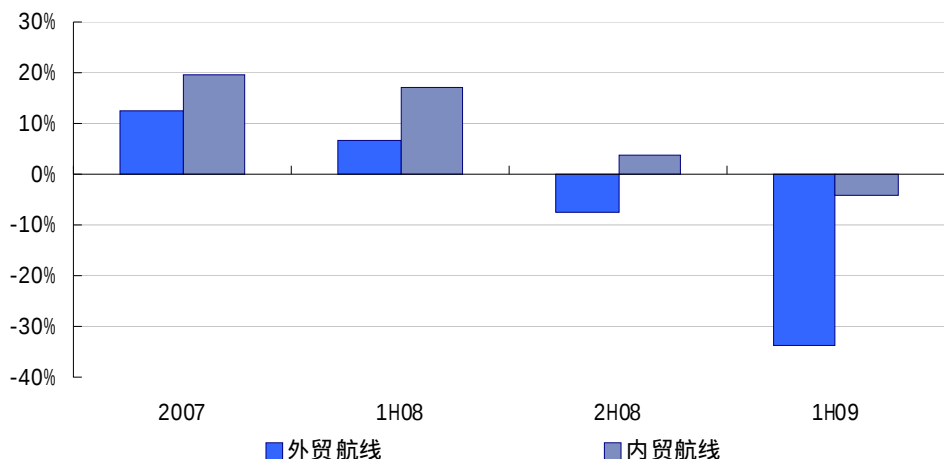


内贸航线

- 根据有关规定，只有在中国注册的班轮公司和悬挂中国国旗的船舶才能经营内贸航线。中海集运船队中约 50%的船舶悬挂的是中国国旗，在经营外贸运输的同时，挂中国国旗的船舶能同船运载内外贸货物，大大提高船舶仓位的利用率。
- 内贸航线的毛利率水平要高于外贸航线。07 年全年外贸航线毛利率为 12.3%，而内贸航线的毛利率则高达 19.4%。而在周期底部的 09 年上半年，内贸航线毛利率为 4.2%，比外贸航线高约 30 个百分点。我们认为在内外需求复苏的同时，内贸航线是公司最早恢复盈利的航线之一。

公司经营内贸航线的优势是国外班轮公司无法复制的。

图表41：毛利率比较，内贸 vs. 外贸



来源：国金证券研究所，公司资料

- 公司多年稳居内贸市场龙头位置。公司占内贸集装箱运输的市场份额超过40%，并占据多个港口集装箱吞吐量排名的首位，规模优势非常明显。

图表42：中海集运主要内贸航线



来源：国金证券研究所，公司资料

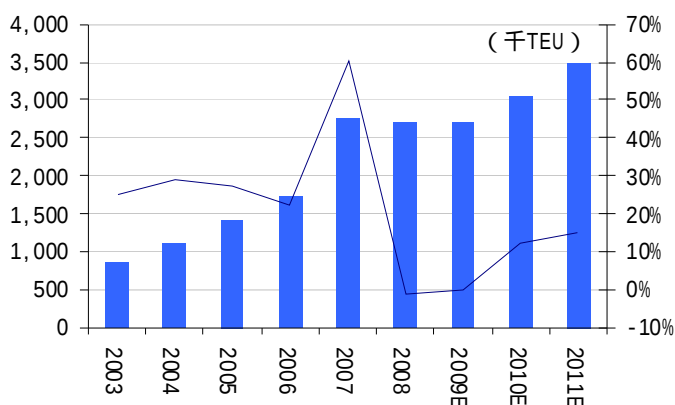
- 公司在 08 年收购了中海码头 100% 的股权，进一步完善集装箱运输产业链，提高竞争力。中海码头在国内经营和管理 13 个集装箱码头公司，分布在中国大连、营口、锦州、秦皇岛、天津、烟台、连云港、上海、广州南沙、湛江等沿海港口。目前有集装箱码头泊位 31 个，另有 9 个在建，按码头吞吐能力计，位列中国前十。
- 中海集团还投资和管理海外集装箱码头项目，包括美国的洛杉矶，西雅图，和埃及，为公司在海外经营提供方便。

图表43：中海码头在国内投资的主要码头

被投资码头名称	投资比例
中海码头控股或中海集团有实际控制权的码头	
上海中海码头发展有限公司	100%
连云港新东方集装箱码头有限公司	55%
连云港新东方国际货柜码头有限公司	55%
锦州新时代集装箱码头有限公司	51%
上海港中海集装箱码头有限公司	50%
烟台环球码头有限公司	35%
大连国际集装箱码头有限公司（中海集团控制）	30%
其他合营或联营的码头	
湛江中海集装箱码头有限公司	50%
广州港南沙港务有限公司	40%
大连大港中海集装箱码头有限公司	35%
秦皇岛港新港湾集装箱码头有限公司	30%
天津五洲国际集装箱码头有限公司	14%
宁波港北仑股份有限公司	1.82%

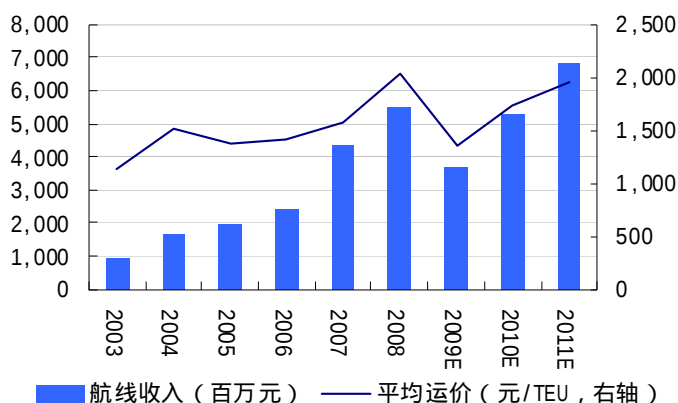
来源：国金证券研究所，公司资料

图表44：中海集运内贸航线运输量



来源：国金证券研究所，公司资料

图表45：中海集运内贸航线收入及运价



主要成本分析

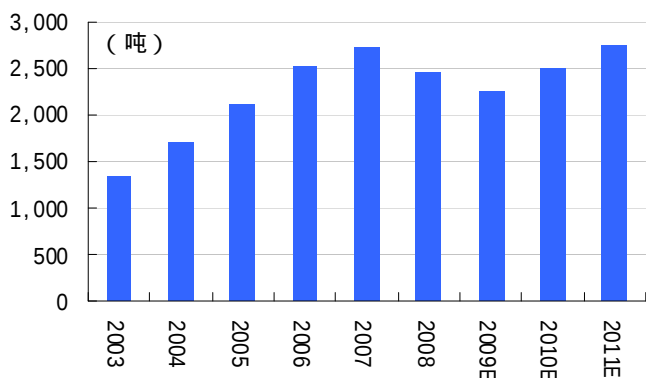
- 公司的主要成本为船舶的使用以及集装箱的租赁和装载费用；其中固定成本主要为船舶，集装箱的折旧/租赁的租金，在 2009 年上半年占比为 19%；
- 燃料费用是公司最大的开销之一。原油价格在 09 年上半年下跌至 40-50 美元/桶附近，公司燃油费用支出有所减少。随着油价在 09 年下半年反弹，燃料成本将有所上升。但 2010 全年来看，全球原油需求依然不足，我们油价大幅上涨的机会不大，我们预计全年 380 CST 船用燃油的均价约为 460 美元/吨，对应原油价格约为 78 美元/桶。

图表46：原油与船用燃油历史走势



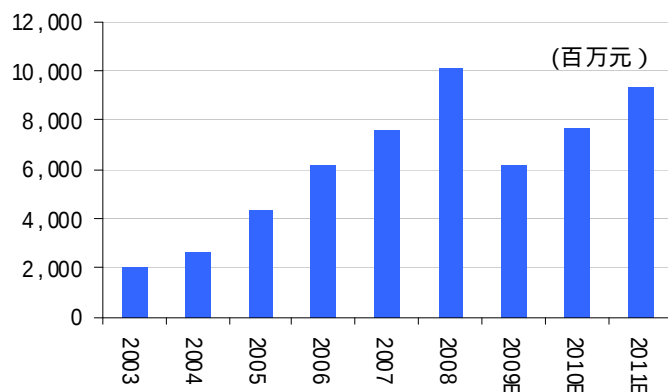
来源：国金证券研究所，Bloomberg

图表47：公司历史燃油消费量及预测



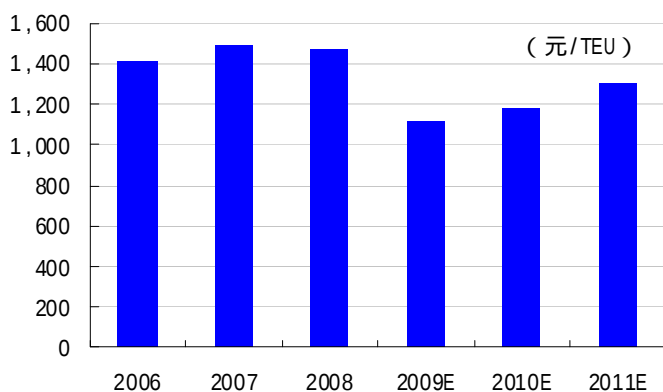
来源：国金证券研究所，公司资料

图表48：公司历史燃油成本及预测



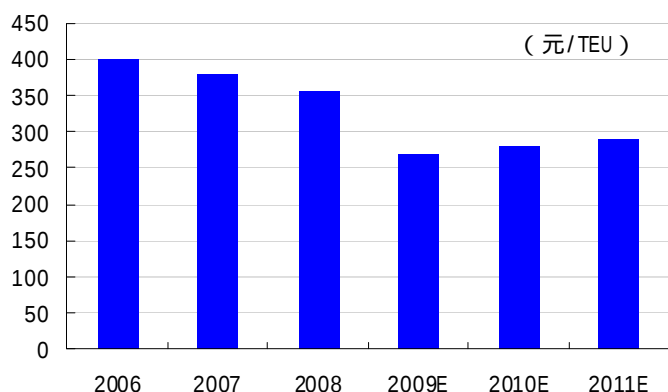
- 港口使费和重箱装卸费是船舶靠港产生的费用。其中港口使费包括船舶引航，靠岸以及通过运河等费用。该部分费用受到航班密度，挂靠港以及航线影响。由于运输量比总在 2010 年将发生小幅度改变（欧美比总增加，亚洲区内以及内贸比总减少），将导致港口使费以及重箱装卸均费小幅上涨。而港口之间的竞争和船舶的大型化则有望使港口使费和重箱装卸费保持在较低的位置。这两笔与港口相关的费用合并占总成本的 29%。

图表49：公司重箱装卸及管理费

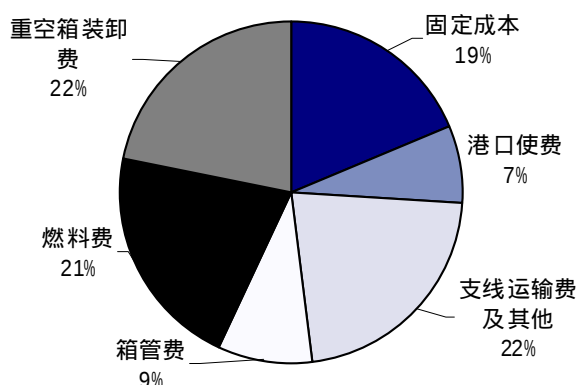


来源：国金证券研究所，公司资料

图表50：公司港口使费

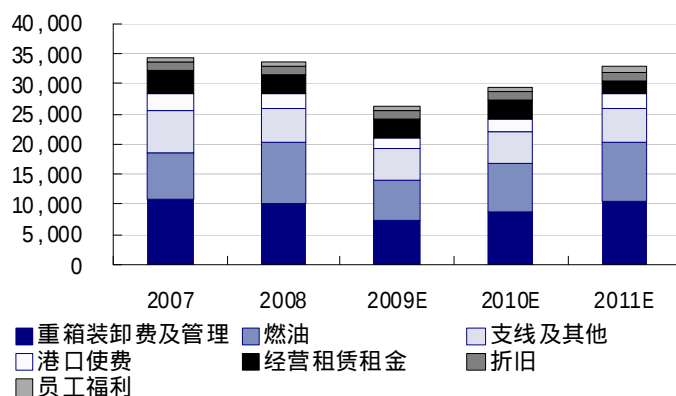


图表51：公司主要成本分类



来源：国金证券研究所，公司资料

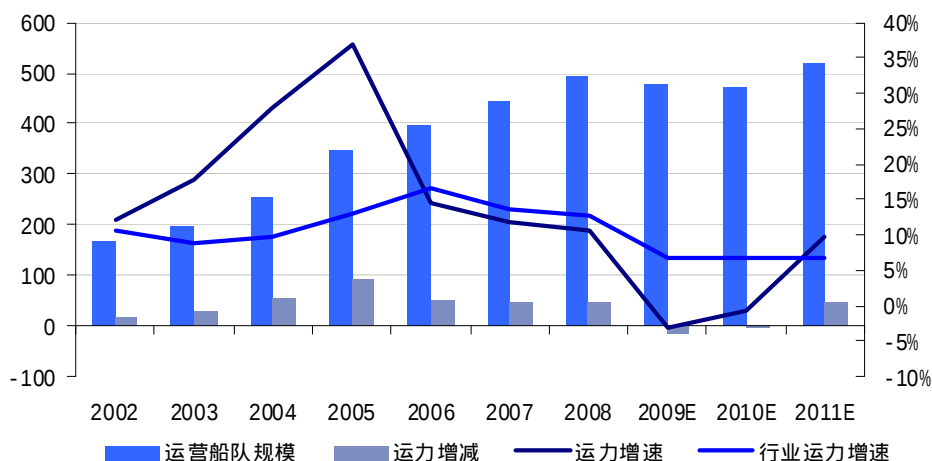
图表52：公司主要成本



公司历史上的反周期购船策略大幅减轻成本压力

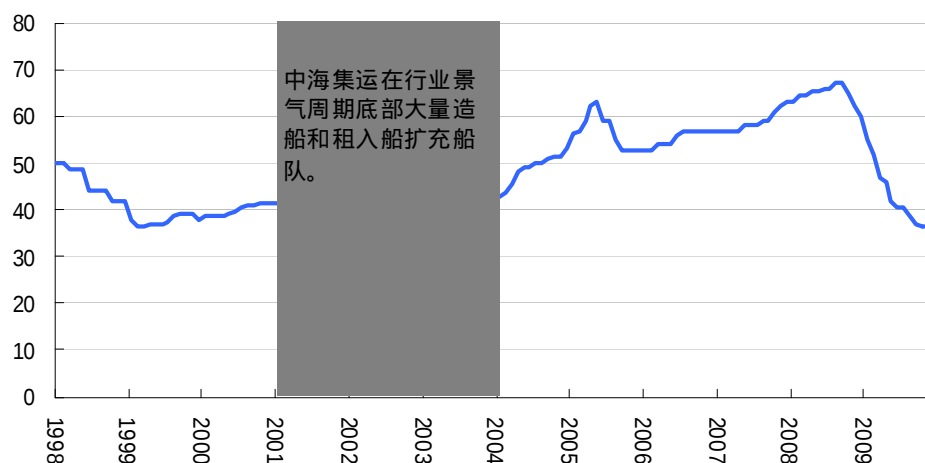
- 公司运力的高速增长长期是 2002 年至 2006 年，若以当时的造船周期计算，公司是在 2000 年至 2004 年间大量订船。我们预计目前公司运力中约 45% 的运力是在 2000 年至 2004 年间订造，造价于目前市场价格基本持平，但比 08 年的高峰低约 45%。

图表53：公司船队在 02-05 年高速扩张



来源：国金证券研究所，公司资料

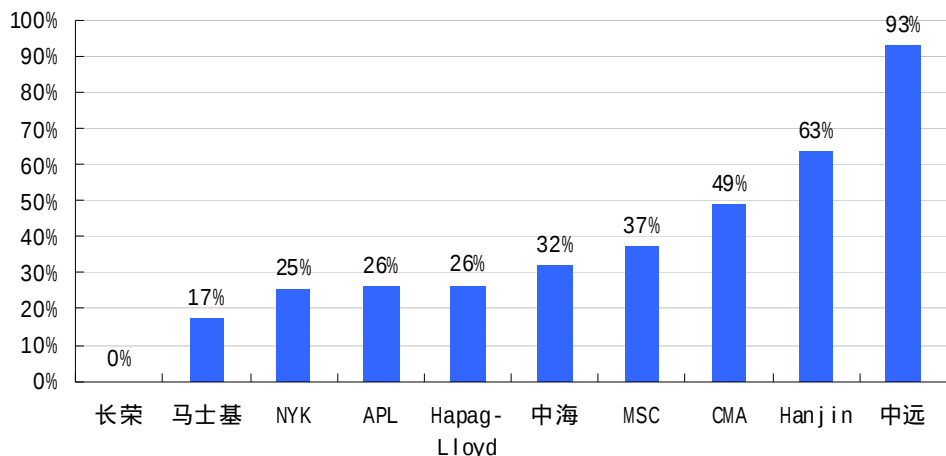
图表54：巴拿马型集装箱船在 06-08 年大幅上升



来源：国金证券研究所，Clarkson

- 公司的在手订单较少，未来新船投放对公司造成的负面影响有限。在前 10 大的班轮公司中，中海集运的在手订单占自身运力比例位列第五，但与第三位的 NYK 仅差 7%，处于行业较低的水平，未来两年运力和资本开支的压力较小。而达飞，韩进和中国远洋在手订单则相对较多，而且多是在 06-08 年期间定下的，处于船价的高峰期，将影响日后净资产的质量（新船出厂后的价值就下降了 40%）及盈利能力（更高的折旧费用）。

图表55：中海集运在手订单占运力比低于行业平均水平，对未来成本影响小



来源：国金证券研究所，Alphaliner

- 我们预计公司在 2011-2012 年有约 20% 的长期期租船舶即将到期，公司可根据市场的实际情况选择续租还是退租。由于这部分 8-10 年以前签下的长期租约相对于现在的租船价格依然有优势，因此公司在未来两年对于运力规模的控制将非常灵活。

公司盈利能力位居全球前列

- 公司的盈利能力（营业利润率）处于行业前列。有投资者认为公司年报中披露的平均运价处于行业的中下水平，因此判定公司的议价能力和运营能力不佳。我们认为，平均运价水平受到冷箱比例，回程货量，挂靠港等多个因素影响，各个班轮公司的情况均不一致，班轮公司之间的平均运价水平不具备可比性。
- 在行业景气的时期（2003-2005 和 2007），公司的盈利能力均位居行业前列。在景气程度下降的 2006 和 2008-2009 年，公司盈利能力仍维持在行业的平均水平。
- 以现货运价为主是公司盈利能力变化较大的主要原因，尤其在欧洲航线，市场价格变化幅度比合同价格剧烈，因此也造成公司收入的波动。但在运价上涨周期，现货运价往往要高于合同运价。

图表56：中海集运的运营利润率在全球班轮公司中的排名

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
中海集运	1	1	2	4	1	8
中国远洋	6	6	8	6	11	11
东方海外	4	2	4	1	3	3
长荣海运	24	19	16	16	6	6
阳明海运	16	21	11	10	9	9

来源：国金证券研究所，American Shipping

中海集运在行业景气上升周期的盈利能力稳居全球班轮公司首位。

图表57：中海集运的盈利能力在07年位居全球首位，在08年则下跌至第8位

班轮公司 (括号内为上年排名)	收入 (百万美元)	营业利润 (百万美元)	营业利润率	2008运量 (百万TEU)	2007运量 (百万TEU)	同比
1. (7) Hyundai Merchant Marine Co. Ltd.	6,340	465	7.3%	2.7	2.4	9.70%
2. (4) “K” Line (水上运输部分)	12,667	729	5.8%	3.1	3.2	-3.70%
3. (3) OOIL/OOCL (集运与物流部分)	6,545	276	4.2%	4.8	4.6	5.00%
4. (8) TUI/Hapag-Lloyd (集运部分)	8,680	294	3.4%	5.5	5.5	1.70%
5. (10) A.P. Moller-Maersk (集运相关部分)	28,666	969	3.4%	14.0	13.7	2.20%
6. (6) Evergreen Marine Corp.	4,492	86	1.9%	6.4	6.3	1.60%
7. (13) Hanjin Shipping (集运部分)	6,500	100	1.5%	3.4	3.6	-5.40%
8. (1) 中海集运	5,100	54	1.1%	6.9	7.3	-5.50%
9. (9) Yang Ming Marine Transport Corp.	4,198	43	1.0%	3.3	3.1	6.60%
10. (2) CMA CGM group	15,100	124	0.8%	8.9	7.7	15.80%
11. (11) 中国远洋 (集运部分)	6,420	43	0.7%	5.8	5.7	1.60%
12. (5) NOL/APL (集运部分)	7,945	34	0.4%	2.5	2.4	4.50%
13. (15) CSAV group*	4,886	-134	-2.7%	2.2	2.4	-8.80%
14. (17) MOL (集运部分)	7,049	-231	-3.3%	3.3	3.2	1.60%
15. (14) NYK Group (集运部分)	6,557	-268	-4.1%	3.8	3.9	-2.60%
16. (16) Zim Integrated Shipping	4,325	-332	-7.7%	2.5	2.4	5.90%

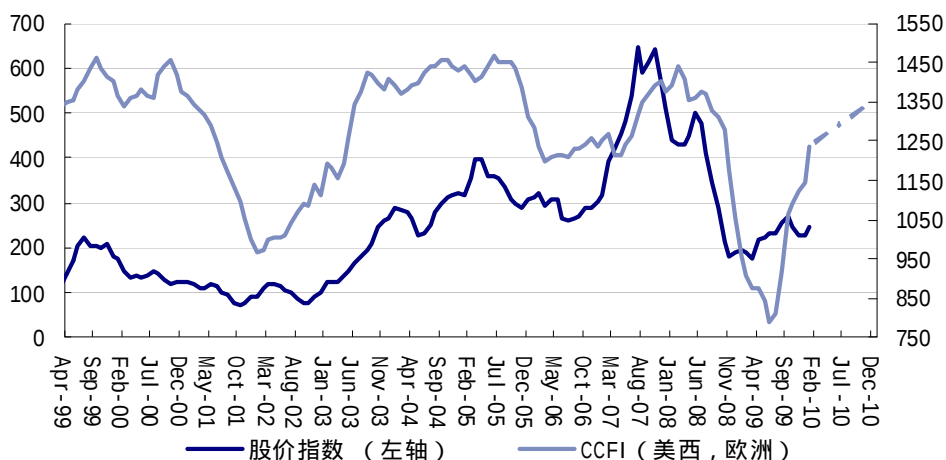
来源：国金证券研究所，American Shipper

班轮公司股价受运价影响大，运价持续上涨将刺激股价

- 我们使用长荣，阳明，韩进与东方海外的股价编制成集运行业指数，用以分析股价的主要驱动以及其在经济周期中的表现；
- 我们发现，班轮公司的股价与运价的相关性极高。但在运价上涨周期的初期，班轮公司的股票表现均滞后于运价的上涨（02年3月与06年5月）。我们认为其中的主要原因是运价大幅度下跌后投资者对于集运行业股票的选择变的更为谨慎，往往需要确定运费水平明显好转，才确信行业基本面发生转变；
- 每年的农历新年是全年货量最少的时候，班轮公司选择在这个时候持续提价，一方面确定了需求的复苏，另一方面，也反应了班轮公司对节后需求持续增长的信心，不担心涨价导致货量减少或外流；我们认为运价在3-4月份将重拾升势，但由于欧洲航线运价恢复已经基本到位，总体运价的上涨增速将有所放缓。

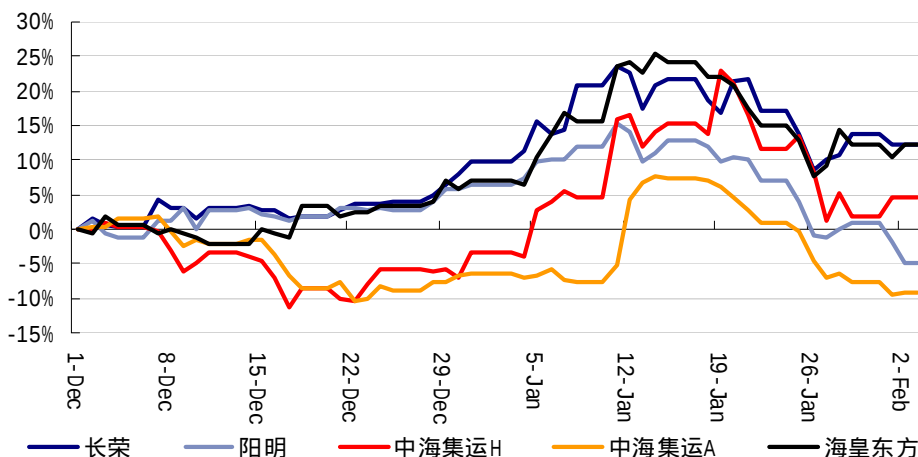
图表58：班轮公司股价与CCFI运价指数相关性极高

在上涨周期，股价的表现要迟于运价指数的上涨，但股价的底部则在运价的转折点确定。



来源：国金证券研究所，Bloomberg，上海航运交易所，*股价指数重长荣，阳明，韩进，与东方海外国际计算得出，1999年1月为100点，CCFI为美西，欧洲航线均值

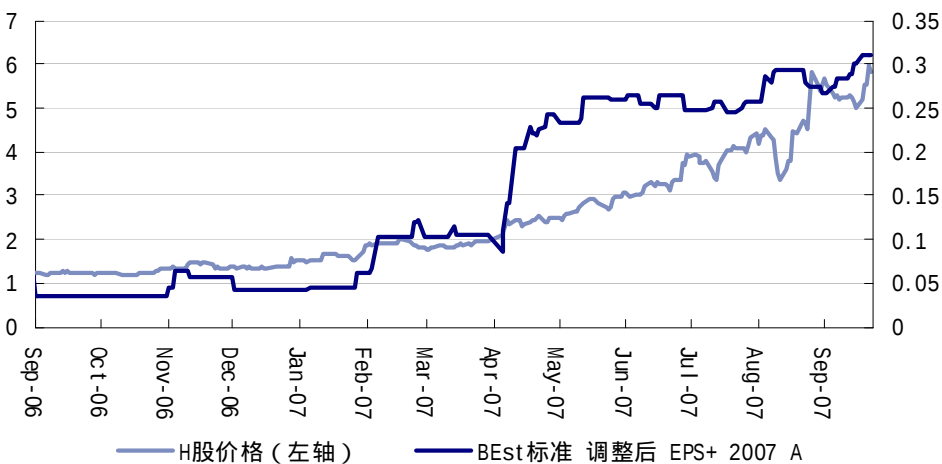
图表59：全球主要集运股自09年12月至1月底的股价表现



来源：国金证券研究所，Bloomberg

- 在运价上涨周期伴随的往往是市场对公司盈利一致预期的不断提升，评级的提升也将刺激公司股价的上涨：
 - ◆ 2005-2006 年间集运市场上经历了一波行业兼并整合的浪潮，期间曾经爆发小规模的价格战，导致运价在 2005-2006 年间大幅下跌，班轮公司收入大幅减少，马士基的集运业务也难逃亏损的命运。
 - ◆ 市场对 2007 年的集运行情普遍不抱希望，根据 Bloomberg 的统计，市场预测中海集运 2007 年的盈利一度下跌到最低的 0.04 元。
 - ◆ 直到 07 年 2 月，在市场运价持续了近半年的反弹以后，市场一致预期开始上调。一季报公布后市场更是大幅度的上调公司盈利。中海集运 H 股股价在 07 年 10 月涨至 6 港元，录得年度涨幅 418%，跑赢恒生指数 329%。

图表60：06-07 年，在盈利预测上调周期，股价持续上涨



来源：国金证券研究所，Bloomberg

估值

- 我们认为集运行业正处于景气回升的初级阶段，随着运价的进一步上涨，将大幅改善公司的盈利水平。我们认为公司未来 6 个月的合理目标价格为 6 元，折合 17 倍的公司 2011 年每股收益，首次覆盖给予“买入”评级。

中海集运 A 股的表现明显滞后于海外集运股，我们认为随着预期的修正，股价有望返回向上趋势。

随着运价的上涨，公司的盈利预测将会被持续上调，成为股价上涨的另一个驱动因素。

图表61：国内行业可比公司估值

	市值（10亿元）	PE			PB		
		2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
中国远洋	129	NA	71	35	2.79	2.76	2.70
中海发展	11	33	20	16	2.00	1.84	1.67
招商轮船	20	36	20	18	1.96	1.80	1.70
长航油运	10	138	19	13	2.29	2.04	1.70
中远航运	13	56	25	16	2.89	2.63	2.27
平均	36	66	31	20	2.4	2.2	2.0
中海集运	53	NA	78	13	2.07	2.00	1.72

来源：国金证券研究所，WIND

图表62：海外海运股票估值

	公司类型	PE			PB		
		2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
马士基	综合	NA	26	11	1.07	1.03	0.96
东方海外	集运	NA	188	9	0.82	0.83	0.77
阳明海运	集运	NA	NA	27	0.83	0.84	0.84
韩进海运	集运	NA	NA	21	0.70	0.75	0.74
长荣海运	集运	NA	NA	16	0.98	1.00	0.97
TEEKAY SHIPPING	油运	NA	29	10	0.86	0.86	0.80
KNIGHTSBRIDGE TA	油运	9	6	5	0.94	0.91	0.93
EAGLE BULK SHIPP	干散货	8	30	24	0.51	0.53	0.55
GENCO SHIPPING	干散货	5	7	19	0.78	0.72	0.79
DRYSHIPS	干散货	9	8	5	0.83	0.75	0.80
中海集运H	集运	NA	36	8	1.24	1.19	1.03

来源：国金证券研究所，Bloomberg

风险提示

- 运价风险：班轮公司过度乐观投放过多运力，供需失衡导致运价下跌
- 政策风险：各国反垄断法对于班轮过度联合启动反垄断调查
- 需求风险：欧美经济二次探底

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	30,908	39,134	35,110	19,895	31,943	39,559
增长率		26.6%	-10.3%	-43.3%	60.6%	23.8%
主营业务成本	-28,818	-33,777	-33,580	-26,334	-29,623	-33,100
% 销售收入	93.2%	86.3%	95.6%	132.4%	92.7%	83.7%
毛利	2,090	5,357	1,530	-6,440	2,320	6,458
% 销售收入	6.8%	13.7%	4.4%	n.a	7.3%	16.3%
营业税金及附加	-189	-241	-361	-239	-319	-356
% 销售收入	0.6%	0.6%	1.0%	1.2%	1.0%	0.9%
营业费用	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-481	-659	-552	-524	-551	-578
% 销售收入	1.6%	1.7%	1.6%	2.6%	1.7%	1.5%
息税前利润（EBIT）	1,420	4,457	617	-7,203	1,450	5,524
% 销售收入	4.6%	11.4%	1.8%	n.a	4.5%	14.0%
财务费用	-518	-574	-544	-235	-376	-393
% 销售收入	1.7%	1.5%	1.5%	1.2%	1.2%	1.0%
资产减值损失	-15	11	-36	0	0	0
公允价值变动收益	0	15	-15	0	0	0
投资收益	6	4	81	0	0	0
% 税前利润	0.7%	0.1%	56.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	894	3,913	104	-7,438	1,074	5,131
营业利润率	2.9%	10.0%	0.3%	n.a	3.4%	13.0%
营业外收支	5	12	40	30	30	30
税前利润	899	3,925	144	-7,408	1,104	5,161
利润率	2.9%	10.0%	0.4%	n.a	3.5%	13.0%
所得税	-224	-601	11	1,333	-199	-1,032
所得税率	25.0%	15.3%	-7.8%	n.a	18.0%	20.0%
净利润	675	3,324	155	-6,075	905	4,128
少数股东损益	6	0	25	14	10	10
归属于母公司的净利润	669	3,324	131	-6,089	895	4,118
净利润率	2.2%	8.5%	0.4%	n.a	2.8%	10.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	669	3,324	155	-6,075	905	4,128
少数股东损益	6	0	0	0	0	0
非现金支出	1,361	1,140	1,341	1,430	1,423	1,575
非经营收益	734	-223	-24	440	520	558
营运资金变动	-390	1,083	1,858	-56	-786	-326
经营活动现金净流	2,380	5,324	3,329	-4,260	2,063	5,936
资本开支	-2,336	-3,816	-6,727	-2,154	-2,179	-4,980
投资	-82	-57	-2,417	-1	0	0
其他	5	7	26	0	0	0
投资活动现金净流	-2,412	-3,866	-9,118	-2,155	-2,179	-4,980
股权募资	0	15,222	0	0	0	0
债权募资	1,222	-960	2,871	2,974	1,653	676
其他	-1,702	-2,315	-1,805	-335	-550	-588
筹资活动现金净流	-479	11,946	1,066	2,639	1,103	88
现金净流量	-511	13,404	-4,722	-3,776	986	1,043

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	2,916	16,320	11,676	7,900	8,887	9,930
应收款项	3,861	5,183	2,932	2,319	3,723	4,611
存货	636	905	470	577	649	725
其他流动资产	17	93	299	160	180	201
流动资产	7,430	22,501	15,377	10,956	13,439	15,467
% 总资产	24.2%	46.5%	30.6%	23.5%	27.0%	28.0%
长期投资	49	88	1,276	1,277	1,276	1,276
固定资产	23,135	25,710	33,415	34,221	35,017	38,459
% 总资产	75.3%	53.1%	66.4%	73.5%	70.3%	69.6%
无形资产	82	36	144	89	80	73
非流动资产	23,279	25,881	34,922	35,589	36,375	39,810
% 总资产	75.8%	53.5%	69.4%	76.5%	73.0%	72.0%
资产总计	30,709	48,381	50,299	46,546	49,814	55,277
短期借款	1,728	1,502	4,701	6,739	8,592	9,668
应付款项	2,785	4,547	4,333	3,976	4,519	5,069
其他流动负债	319	1,646	684	338	504	614
流动负债	4,832	7,694	9,718	11,052	13,615	15,350
长期贷款	5,615	3,232	4,232	5,232	5,032	4,632
其他长期负债	4,061	4,791	3,897	3,779	3,779	3,779
负债	14,508	15,718	17,847	20,063	22,426	23,761
普通股股东权益	16,158	32,658	31,738	25,755	26,650	30,769
少数股东权益	43	6	713	727	737	747
负债股东权益合计	30,709	48,381	50,299	46,546	49,814	55,277

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.111	0.285	0.011	-0.521	0.077	0.353
每股净资产	2.680	2.795	2.717	2.204	2.281	2.634
每股经营现金净流	0.395	0.456	0.285	-0.365	0.177	0.508
每股股利	0.000	0.040	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	4.14%	10.18%	0.41%	-23.64%	3.36%	13.39%
总资产收益率	2.18%	6.87%	0.26%	-13.08%	1.80%	7.45%
投入资本收益率	4.37%	9.58%	1.54%	-14.68%	2.78%	9.28%
增长率						
主营业务收入增长率	7.98%	26.61%	-10.28%	-43.34%	60.56%	23.84%
EBIT增长率	-68.21%	213.95%	-86.15%	#####	#####	280.95%
净利润增长率	-80.19%	396.66%	-96.07%	N/A	N/A	360.21%
总资产增长率	8.40%	57.55%	3.96%	-7.46%	7.02%	10.97%
资产管理能力						
应收账款周转天数	41.5	39.4	38.0	36.0	36.0	36.0
存货周转天数	7.5	8.3	7.5	8.0	8.0	8.0
应付账款周转天数	28.3	36.1	43.7	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	239.0	205.5	277.7	468.1	277.8	262.5
偿债能力						
净负债/股东权益	27.32%	-30.10%	-2.97%	22.09%	23.79%	19.51%
EBIT利息保障倍数	2.7	7.8	1.1	-30.6	3.9	14.0
资产负债率	47.24%	32.49%	35.48%	43.10%	45.02%	42.99%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	1	1	13
减持	0	0	0	1	1
卖出	0	0	0	1	2
评分	0	0	3.00	3.75	3.40

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。