



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

业绩回顾

研究报告

2010 年 4 月 29 日

航运业

研究部

杨鑫, CFA

分析员, SAC 执业证书编号: S0080208020077

yangxin@cicc.com.cn

聂迪中

联系人

niedz@cicc.com.cn

推荐

中海集运(601866.CH)

2010 年一季度业绩超出市场预期, 3 月单月应已盈利

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	39,357	35,250	19,938	32,296	37,265
(+/-%)	27.3	(10.4)	(43.4)	62.0	15.4
毛利	5,207	1,183	(5679)	2524	5,427
(+/-%)	173.9	(77.3)	(580.1)	144.4	115.0
净利润	3,290	135	(6489)	1483	3702
(+/-%)	391.6	(95.9)	(4917.7)	122.9	149.5
每股收益(元)	0.28	0.01	(0.56)	0.13	0.32
(+/-%)	280.5	(95.9)	(4917.7)	122.9	149.5
市盈率-A	15.2	370.4	-7.7	33.6	13.5
市净率-A	1.4	1.6	2.0	1.9	1.6
市盈率-H	10.7	690.0	-5.0	21.4	8.2
市净率-H	1.0	1.0	1.3	1.2	1.0
净资产收益率(%)	9.4	0.4	(25.7)	5.6	12.2

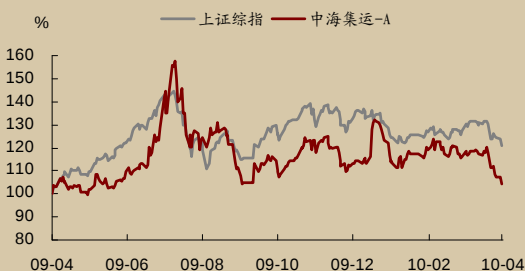
股票信息

H股	A股
2866.HK	股票代码
HK\$3.16	当前股价
HK\$4.00	目标价
21.7	日成交量(百万股)
HK\$3.68/1.66	52周最高/最低价
3,751	其中:流通股(百万股)
	总股数(百万股)
11,853	总市值(百万港币/人民币)
	主要股东(持股比例)
	中海集运(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	-5.1	-9.0	-7.8	-7.8
上证指数	-2.7	-5.2	-3.1	-11.5
A股中金航运指数	-5.1	-10.1	-9.1	-13.0

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

2010 年 1 季度业绩好于市场预期:

中海集运 2010 年一季度实现归属母公司的净亏损为 1.9 亿元, 亏损额环比去年四季度大幅减少 83%。-0.0165 元的每股收益略好于我们的预期, 更好于市场预期。我们推测公司 1-2 月合计实现净亏损 3 亿元左右, 3 月份实现净利润 1 亿元左右。

正面:

- 一季度营业收入环比增长 14%, 反映了今年以来集运市场淡季不淡的特点。中国出口集装箱运价指数中的欧洲、地中海航线运价一季度均值环比分别上升 28%和 20%, 公司在两条航线上以期客户为主, 主已经可以盈利。亚太航线市场运价环比基本持平, 也可以有所盈利。

负面:

- 虽然中国出口集装箱运价指数中的美西、美东航线运价一季度均值分别已达到 2000 美元/FEU 和 3000 美元/FEU 的盈利水平; 但是由于公司在该航线的客户中约半数为大合同客户, 一季度的运价只是从 800 美元/FEU 调至 1200 美元/FEU, 因此一季度的市场运价上涨还不能体现在业绩中, 二季度的美线仍有亏损。

发展趋势:

由于 3 月份单月已经实现盈利, 所以我们预计二季度公司可能实现 5 亿元 (0.04 元/股) 的净利润: 因为 5 月份公司将成功上调大客户的美线运价, 预计从 1200 美元/FEU 调至 2000 美元/FEU 左右, 从而使美线不再亏损。而欧线和亚太航线的运价调整幅度并不显著, 仍在保本线上。如果二季度美线提价成功, 而三季度传统旺季中的欧线运价再稳中有升的话, 我们预计中海集运全年将实现+0.13 元的每股收益。

对于集运行业, 我们认为其长期的供给压力小于干散货和油轮, 并有望最早走出行业低谷。

估值与建议:

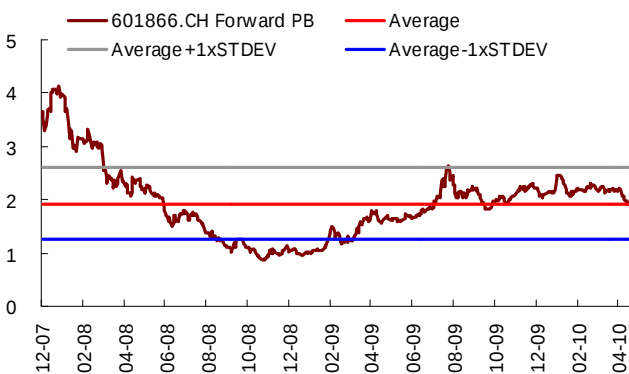
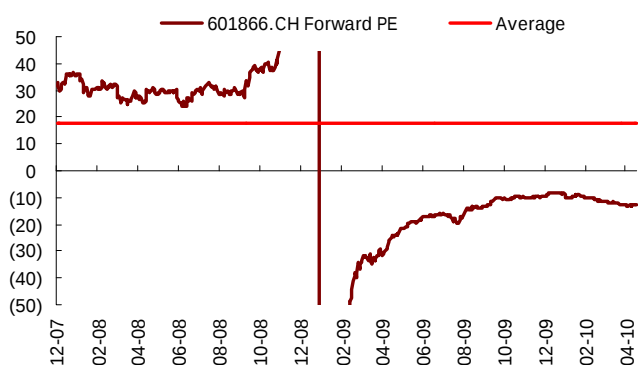
目前中海集运 A 股和 H 股的 2010 年市净率分别为 1.9 倍和 1.2 倍。基于一季度业绩超预期、二季度扭亏、集运行业长期向好的判断, 我们维持中海集运“推荐”的评级和港股 4 港币的目标价不变。

图表 1：2010 年一季度业绩分析

(人民币百万元)	季度数据							中金点评
	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	QoQ	YoY	
营业收入	4,550	4,493	5,065	5,830	6,633	14%	46%	一季度营业收入的回升主要反映了欧线运价的恢复。
营业成本	5,780	6,294	6,832	6,512	6,591	1%	14%	一季度燃油成本小幅上涨，但营业成本升幅小于营业收入的升幅。
毛利润	(1,276)	(1,868)	(1,813)	(721)	27	104%	102%	毛利率水平一季度大幅回升，接近保本点。
毛利率	-28%	-42%	-36%	-12%	0%	n.a	n.a	
管理费用	(109)	(141)	(136)	(328)	(175)	47%	-60%	
财务费用	(23)	13	(63)	(8)	(112)	-1325%	-382%	
营业利润	(1,404)	(1,948)	(1,997)	(1,030)	(166)	84%	88%	
税前利润	(1,396)	(1,932)	(1,997)	(1,124)	(162)	86%	88%	
净利润	(1,216)	(2,202)	(1,936)	(1,135)	(193)	83%	84%	
净利润率	-27%	-49%	-38%	-19%	-3%	n.a	n.a	
每股收益 (元)	(0.10)	(0.19)	(0.17)	(0.10)	(0.02)	83%	84%	一季度业绩好于我们之前-0.03元的预测。

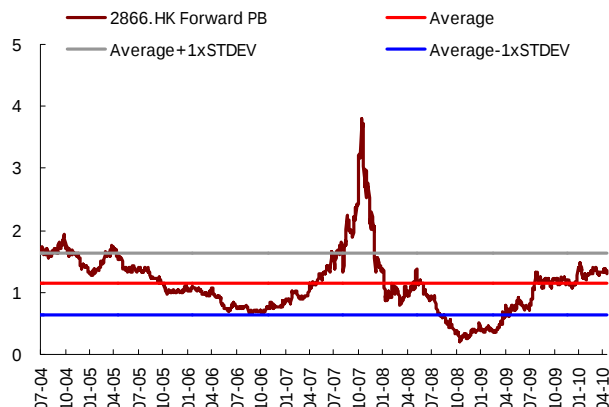
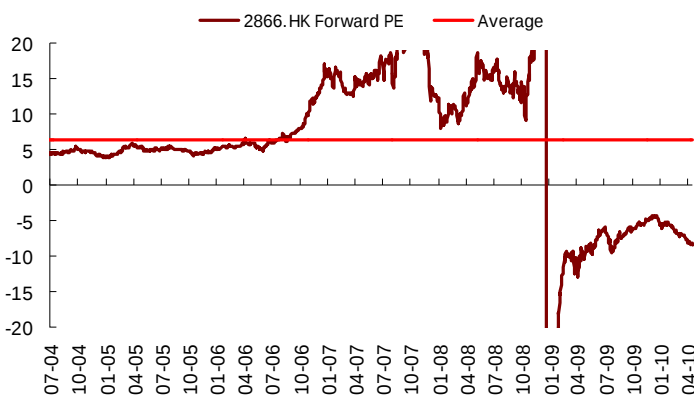
资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 2：A 股历史 PE, PB Band



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 3：H 股历史 PE, PB Band



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 4: A 股航运公司估值表

国内A股公司	公司股票代码	评级	股价	每股收益				市盈率				市净率				净资产收益率 (%)				股息率 (%)			
				2008	2009	2010E	2011E	2008	2009	2010E	2011E	2008	2009	2010E	2011E	2008	2009	2010E	2011E	2008	2009	2010E	2011E
中远航运*	600428 CH Equity	推荐	9.31	1.11	0.10	0.25	0.66	8.4	90.0	37.6	14.0	2.8	2.9	2.7	2.4	33.2	3.2	7.2	16.8	2.4	-	0.5	1.4
中海发展*	601866 CH Equity	推荐	4.27	0.01	(0.56)	0.13	0.32	382.0	(7.7)	33.6	13.5	1.6	2.0	1.9	1.6	0.4	(25.7)	5.6	12.2	-	-	-	-
中海发展*	600026 CH Equity	审慎推荐	11.14	1.58	0.31	0.52	0.48	7.1	35.6	21.6	23.2	1.8	1.8	1.7	1.6	25.2	5.0	7.7	6.8	2.7	0.9	0.9	0.8
长航海运*	600087 CH Equity	中性	5.74	0.37	0.00	0.27	0.31	15.5	2,181.9	21.5	18.5	2.1	2.1	1.9	1.7	13.2	0.1	9.0	9.2	1.7	-	1.4	1.6
中国远洋*	601919 CH Equity	中性	11.89	1.06	(0.74)	0.35	0.41	11.2	(16.1)	33.6	28.7	2.3	2.8	2.6	2.4	20.8	(17.6)	7.8	8.4	2.4	-	-	-
招商轮船*	601872 CH Equity	中性	5.06	0.36	0.13	0.24	0.21	14.1	38.7	20.7	23.9	1.8	1.8	1.7	1.6	13.1	4.7	7.1	5.6	2.2	0.3	0.7	0.6
宁波海运	600798 CH Equity	n.a	5.68	0.35	0.06	0.15	n.a	16.1	90.2	39.2	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
中海油服	600896 CH Equity	n.a	7.57	0.23	0.17	n.a	n.a	32.9	44.5	n.a	n.a	3.1	n.a	n.a	n.a	9.7	n.a	n.a	n.a	0.5	n.a	n.a	n.a
长航凤凰	000520 CH Equity	n.a	5.41	0.11	(0.1)	0.16	n.a	49.4	(54.1)	33.8	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								59.6	267.0	30.2	20.3	2.3	2.2	2.1	1.9	15.6	(5.1)	7.4	9.8	1.6	0.2	0.6	0.7
中值								15.5	38.7	33.6	20.9	2.3	2.1	1.9	1.7	13.2	1.6	7.5	8.8	2.2	-	0.6	0.7

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 5: H 股航运公司估值表

港股航运公司	公司股票代码	评级	股价 (港币)	每股收益 (人民币)				市盈率				市净率				净资产收益率				股息收益率			
				2008	2009	2010E	2011E	2008	2009	2010E	2011E	2008	2009	2010E	2011E	2008	2009	2010E	2011E	2008	2009	2010E	2011E
中海发展	1138 HK Equity	Accumulate	11.64	1.58	0.31	0.51	0.48	6.5	32.8	19.4	19.9	1.6	1.6	1.5	1.3	25.2	5.0	7.7	6.8	2.9	1.0	1.0	1.0
中国远洋	1919 HK Equity	Hold	10.02	1.14	(0.73)	0.35	0.41	7.8	(12.1)	24.4	19.8	1.7	2.1	1.9	1.7	22.1	(17.8)	7.9	8.5	3.3	-	-	-
中海集运	2866 HK Equity	Buy	3.16	0.00	(0.56)	0.13	0.32	756.0	(5.0)	21.4	8.2	1.0	1.3	1.2	1.0	0.1	(25.7)	5.7	12.7	-	-	-	-

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 6: 国际集装箱航运公司估值表

集装箱公司	货币	股票代码	股价	每股收益				市盈率				市净率				净资产收益率 (%)				股息收益率 (%)			
				2008	2009	2010E	2011E	2008	2009	2010E	2011E	2008	2009	2010E	2011E	2008	2009	2010E	2011E	2008	2009	2010E	2011E
China Shpg Container Lines*	CNY	2866 hk equity	3.16	0.00	(0.56)	0.13	0.32	756.0	(5.0)	21.4	8.2	1.0	1.3	1.2	1.0	0.1	(25.7)	5.7	12.7	-	-	-	-
Yang Ming	TWD	2609 tt equity	12.25	0.21	(4.58)	(1.22)	0.72	58.3	(2.7)	(10.1)	17.0	0.7	0.9	1.0	0.9	1.1	(31.8)	(17.3)	3.1	n.a	0.0	-	0.8
Hanjin	KRW	000700 ks equity	20,100.00	26,708.13	(72,308.00)	(15,657.00)	3,077.00	0.8	(0.3)	(1.3)	6.53	0.1	0.1	0.2	0.2	11.0	(1.9)	(8.1)	38.6	15.4	10.8	10.6	9.0
Evergreen	TWD	2603 tt equity	18.95	0.21	(2.85)	(0.51)	1.03	90.2	(6.6)	(37.2)	18.4	0.9	1.0	1.1	1.1	1.0	(15.1)	(4.1)	4.2	-	0.2	0.2	1.5
Wan Hai	TWD	2615 tt equity	19.55	0.00	(0.89)	0.44	1.03	9,275.0	(20.9)	41.9	17.9	1.4	1.5	1.5	1.4	0.0	(7.8)	1.9	6.6	-	-	0.8	2.1
Orient Overseas	USD	316 hk equity	7.71	0.44	(0.83)	0.76	0.48	17.7	(12.2)	10.2	16.0	1.2	1.2	1.0	1.0	6.4	(9.7)	13.7	6.0	1.4	0.3	2.0	1.6
Neptune Orient Lines Limited	USD	NOL SP Equity	1.42	0.05	(0.30)	(0.08)	0.09	27.8	(4.7)	(18.9)	15.3	1.2	1.2	1.3	1.3	3.2	(24.5)	(9.0)	7.2	5.1	-	0.1	0.8
平均值								1,460.8	(7.5)	0.8	14.2	0.9	1.0	1.0	1.0	3.3	(16.7)	(2.5)	11.2	3.6	1.6	2.0	2.2
中值								58.3	(5.0)	(1.3)	16.0	1.0	1.2	1.1	1.0	1.1	(15.1)	(4.1)	6.6	0.7	0.0	0.2	1.5

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 7：历史和预测得财务数据

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
利润表 (人民币百万)							
营业收入	28,625	30,908	39,357	35,250	19,938	32,296	37,265
(+/-)	32%	8%	27%	-10%	-43%	62%	15%
营业毛利	4,907	1,901	5,207	1,183	-5,679	2,524	5,427
(+/-)	-10%	-61%	174%	-77%	-580%	-144%	115%
营业利润	3,987	894	3,900	113	-6,379	1,677	4,522
(+/-)	-13%	-78%	336%	-97%	-5751%	-126%	170%
利润总额	4,107	899	3,914	153	-6,449	1,725	4,570
(+/-)	-11%	-78%	335%	-96%	-4305%	-127%	165%
少数股东权益	2	6	4	29	17	69	183
归属母公司所有者的损益	3,379	669	3,290	135	-6,489	1,483	3,702
(+/-)	-15%	-80%	392%	-96%	-4918%	-123%	150%
摊薄每股收益(元)	0.29	0.07	0.28	0.01	-0.56	0.13	0.32
(+/-)	-15%	-74%	281%	-96%	-4918%	-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	3,338	-3,460	3,266	5,615
投资活动现金流量净额	-5,139	-2,412	-5,171	-9,118	-1,413	-1,090	-4,990
自由现金流	-93	-32	935	-5,780	-4,873	2,176	625
筹资活动现金流量净额	-2,284	-420	12,378	1,117	119	-432	-4,318
净现金流入(出)	-2,437	-511	13,348	-4,714	-4,750	1,719	-3,719
资产负债表 (人民币百万)							
货币资金	3,427	2,916	16,398	11,687	6,937	8,656	4,937
其他流动资产	4,124	4,515	6,545	3,759	2,619	3,907	4,289
流动资产	7,551	7,430	22,943	15,446	9,556	12,563	9,226
固定资产净值	16,907	20,238	24,114	26,711	26,065	26,761	29,879
其他非流动资产	3,870	3,034	5,974	8,211	8,715	7,485	7,550
非流动资产	20,777	23,272	30,089	34,922	34,780	34,246	37,428
总资产	28,328	30,702	53,032	50,368	44,335	46,808	46,655
流动负债	3,715	4,832	8,175	9,719	7,620	11,675	9,869
长期借款	5,107	5,615	4,367	4,232	8,352	5,242	3,035
长期负债	8,162	9,676	9,281	8,154	10,737	7,628	5,421
负债合计	11,876	14,508	17,457	17,872	18,357	19,303	15,290
少数股东权益	38	43	698	735	752	820	1,003
股东权益	16,414	16,151	34,878	31,761	25,227	26,685	30,361
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	20,078	13,544	15,002	18,678
摊薄每股净资产	2.72	2.68	2.99	2.72	2.16	2.28	2.60
财务比率							
利润率							
毛利率	17%	6%	13%	3%	-28%	8%	15%
营业利润率	14%	3%	10%	0%	-32%	5%	12%
税前利润率	14%	3%	10%	0%	-32%	5%	12%
净利润率	12%	2%	8%	0%	-33%	5%	10%
流动性比率							
现金比率	0.9	0.6	2.0	1.2	0.9	0.7	0.5
流动比率	2.0	1.5	2.8	1.6	1.3	1.1	0.9
杠杆比率							
净债务权益比率	17%	27%	-24%	-3%	23%	15%	12%
资产负债率	42%	47%	33%	35%	41%	41%	33%
息税前利润/净财务费用	-8.7	-0.7	-5.1	0.8	79.8	-7.1	-20.7
杜邦分析							
净利润率	12%	2%	8%	0%	-33%	5%	10%
资产周转率	101%	101%	74%	70%	45%	69%	80%
资产/股东权益	1.7X	1.9X	1.5X	1.6X	1.8X	1.8X	1.5X
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

国贸写字楼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

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号

香格里拉办公楼1层、16层

邮编: 610021

电话: (8628) 8612-8188

传真: (8628) 8444-7010



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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。