

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208120194

联系人： 韩轶超 (8621) 68751772 hanyu@cjsc.com.cn

美线盈利水平超 2007 年，上调盈利预测

事件描述

中海发展和中海集运今日分别发布了业绩预增和预盈公告：

- 中海集运：预计公司 2010 年中期业绩同比将扭亏为盈。
- 中海发展：2010 年中期净利润同比增长 50%以上；去年中期 0.18 元，我们预计今年中期 0.30 元左右。原因在于 2010 年上半年，国内外航运市场需求上升，导致运价有所回升，同时公司运力投放同比增长约 20%。
- 这里我们主要对集运市场做评析，由于今年以来集运市场运价上涨超预期，我们将中海集运 2010 年业绩预测由之前的 0.06 元上调为 0.11 元。预计 2 季度单季度 EPS 约为 0.05 元，中期约 0.03-0.04 元；预测 3 季度单季度盈利接近 10 亿元，但目前市场对 4 季度出口预期向下的背景下，我们暂维持对公司“谨慎推荐”评级。上半年以来市场股价与运价波动完全背离，若在 10 月之后，出口回落幅度并非如我们目前预期一样悲观，则股价存在纠偏的机会。短期，航运公司进入业绩预增密集期，在市场系统性风险得到释放的背景下，短期业绩超预期或将成为股价催化剂。

事件评论

我们在昨日的航运周报《空箱短缺+旺季，集运运价继续上涨》中，对集运市场是即将面临这一轮景气最高峰的拐点，还是景气高峰将继续维持，做了初步的分析。我们总体判断，4 季度旺季出货将有所回落，运价将有所松动，但松动的幅度取决于船东的自律行为，即对运力的控制力度。今日，我们拜访了部分船东和货代，对集运市场的几个问题做进一步的分析。

为什么箱子紧缺？

（1）一个中等规模，比如运力在 40 万 TEU 的班轮公司，一般正常情况下，一年要新订 4-5 万 TEU 的箱子。但 2009 年金融危机后，基本上集装箱箱子是零订单。一般班轮公司集装箱船舶运力跟集装箱箱子的配比关系为 1: 2.5，比例高的有 1:3。也就是说像中海集运、中远集运、韩进海运这样的公司，应该拥有集装箱箱子在 100-120 万 TEU 左右；年新订箱量比例在 4-5%。

因此，我们看到的结果是，去年集装箱制造厂大幅度减产：2008 年全球集装箱约 300 万的产量，但 2009 年只有 30 万 TEU 左右。

以下是我们从中集集团年报季报中摘录的关于全球集装箱产量变化的描述:

- ✓ 2008 年全球集装箱需求也明显下滑, 全年集装箱产出量约为 300 万 TEU, 较上年下降 29%, 其中干货集装箱产出量约为 251 万 TEU, 同比下降 31%。
- ✓ 2009 年全球集装箱产出量约为 30 万 TEU, 较上年下降约 90%。其中干货集装箱产出量约为 20 万 TEU, 同比下降 92%。冷藏集装箱产出量约为 9.5 万 TEU, 同比下降 57%。特种集装箱(含地区专用箱)产出量同比下降逾 60%。
- ✓ 2010 年 1—3 月, 中集集团干货集装箱累计销量为 10.29 万 TEU, 超过上年全年销量; 冷藏箱累计销量为 1.62 万 TEU, 比上年同期下降 19.00%; 特种箱累计销量 0.95 万 TEU, 比上年同期下降 22.14%。

(2) 班轮公司提前报废集装箱。一般集装箱箱子的使用寿命在 10 年左右。2009 年班轮公司为节省堆存费或者维修费, 提前将一些箱子(比如寿命在 5 年左右的箱子)报废。我们了解一家 40 万 TEU 运力的班轮公司去年报废了 3-4 万 TEU 的箱子。

第一、二两个因素总计, 一共使得该公司箱子比正常情况减少了 7-8 万 TEU 左右; 即占到总箱子拥有量的 7%左右。

(3) 第三个箱子紧缺的原因则在于: 降速航行, 使得箱子周转速度降低, 相当于箱子减少 10 万 TEU 左右。

箱子什么时候可出来?

一般从下订单到箱子生产出来, 约需要半年左右时间。我们了解到的情况是, 班轮公司在 1 季度下了新订单, 但并没有下满, 这部分订单陆续在 3 季度出来, 即使出来也还是满足不了需求。目前班轮公司也在开始下新订单, 但有的大公司还没下, 据称马士基就还没下新订单。

但集装箱制造厂目前生产计划排得比较满。因为去年减产且工人数量削减, 今年产能并没有得到全部恢复。因此接收新订单的容量还有限。

目前全球集装箱生产主要集中于中国, 中国年生产能力约 300 万 TEU/年, 其中中集集团在国内拥有 80-90%的市场, 在全球拥有 50%以上的市场。新加坡胜狮集团占全球份额约 15%。

总体判断, 在集装箱制造这一环节上, 箱源紧张问题在 4 季度后可得到一些缓解, 但紧缺压力可能并不能得以最充分释放。

目前的盈利状态?

首先我们来看, 货量的增长情况: 上半年上海港集装箱吞吐量同比增长 19%, 深圳港同比增长 29%, 宁波港同比增长 34%, 中国沿海港口集装箱吞吐量同比增长 22%。我们预计正常情况下, 上半年集运公司欧美航线业务量增幅在 25%左右, 内贸航线业务量增速预计在个位数。而下半年由于基数增加, 全年业务量增速在 15-20%。不过, 以中海集运为例, 2009 年相比 2007 年货量下降了 30%, 也就是说, 2010 年的量还不能回到上一轮盈利的高峰 2007 年, 这也预示即使运价跟 2007 年接近, 但总盈利水平还回不到 2007 年水平。

对于保本点, 一直是大家关注的问题。当然, 由于各公司成本有差异, 油价也有波动, 保本点会有差异。我们拜访了一个规模跟中海集运、中远集运接近的海外公司, 他们谈到大致各航线保本点为:

欧线: 保本点约 1500 美元/TEU; 目前欧线运价接近 2000 美元/TEU, 则相当于欧线毛利率约 25%。参考 2007 年中海集运欧线毛利率为 29%, 那时候运价跟现在接近。

美线:今年4月运价位于船东的盈亏平衡点上,那时美西航线运价约2000美元/FEU;美东航线运价约3000美元/FEU。目前美西和美东航线运价分别为2900美元/FEU和3900美元/FEU,则相当于毛利率在30%和20%左右。而2007年美线全年在盈亏平衡点附近徘徊,也即现在,美线的盈利水平已经远远高于上一轮景气的高峰时候2007年。

该班轮公司目前周盈利约1000多万美元,规模与中远集运和中海集运相当,当然航线布局有所不同(比如中海集运内贸航线收入占比约15-20%),估算月度盈利在3亿元人民币左右。目前船东还在计划征收各类附加费,而在保本点之上后,征收的附加费即是利润。

上一轮盈利的高峰2007年,以中海集运为例,贡献盈利的主要是欧线和内贸航线,2007年全年毛利率分别为29%和19%,那时美线在盈亏边缘;2010年,1季度贡献盈利增量的是欧线,但2季度开始,美线贡献了大部分盈利增量。

表 1: 中海集运各航线单箱收入和毛利率变化

中海集运单箱收入/ 成本(元/TEU)	2009H1			2008年			2007年		
	单箱	单箱	毛利	单箱	单箱	毛利	单箱	单箱	毛利
	收入	成本	率(%)	收入	成本	率(%)	收入	成本	率(%)
太平洋航线	5557	7101	-27.79	8714	9113	-4.58	8702	8759	-0.65
欧洲/地中海航线	3101	5049	-62.81	7764	7268	6.39	8854	6329	28.52
亚太航线	1955	2467	-26.21	3629	3483	4.03	4527	3676	18.82
内贸航线	1438	1498	-4.17	2026	1812	10.55	1580	1272	19.45
其他航线	6910	12895	-86.60	9237	10992	-19.00	8531	10233	-19.96
合计	2702	3592	-32.96	4924	4834	1.83	5339	4642	13.06

资料来源:长江证券研究部(注:2009年和2010年1季度没有公布分航线毛利率)

表 2: 中海集运经营业绩变化

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	1Q.2010
营业收入(亿元)	216.62	286.25	309.08	391.34	351.1	199.38	66.33
营业成本(亿元)	158.73	235.46	288.18	337.77	335.8	254.19	65.91
毛利率	26.72%	17.74%	6.76%	13.69%	4.36%	-27.49%	0.64%
净利润(亿元)	39.87	33.81	6.75	33.24	1.55	-64.72	-1.89
销售净利率	18.41%	11.81%	2.18%	8.49%	0.44%	-32.46%	-2.85
净资产收益率-摊薄	27.76%	20.58%	4.14%	10.18%	0.41%	-25.72%	-0.77

资料来源:公司公告,长江证券研究部

表 3: 中海集运各航线业务量变化

分航线货运量(千TEU)	2004	2005	2006	2007	2008	2009
太平洋航线	893	1092	1433	1628	1304	1196
(YoY%)		22%	31%	14%	-20%	-8%
亚欧航线	886	1219	1352	1458	1376	1050
(YoY%)		38%	11%	8%	-6%	-24%
亚太航线	652	766	1022	1233	1371	1321

(YoY%)		17%	33%	21%	11%	-4%
中国国内	1102	1402	1713	2749	2710	3049
(YoY%)		27%	22%	60%	-1%	13%
其他航线	122	117	139	231	181	125
(YoY%)		-4%	19%	66%	-22%	-31%
总计	3655	4597	5658	7299	6942	6842
(YoY%)		26%	23%	29%	-5%	-3%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

旺季之后的预期：景气拐点？

一般国庆假期之后的市场可以做为一个衡量点。不过，班轮公司普遍认为，在经历过 2009 年大幅度的亏损之后，若旺季之后，运价出现大幅度的回落，班轮公司将会采取一些应对之策：

- (1) 降低航速还有空间吗？目前，主干航线，比如欧美航速大多已经降低到 14-16 节，总体上全行业降低航速的空间不会太大。
- (2) 封存运力：一般在正常年份，班轮公司在冬季也回封存部分运力。比如，在欧洲航线，旺季时候欧地航线一共投放 5+3 条船舶（欧洲 5 条，地中海 3 条），但到冬季则将船舶配置改变为 4+2 条，相当于运力降低 20%。

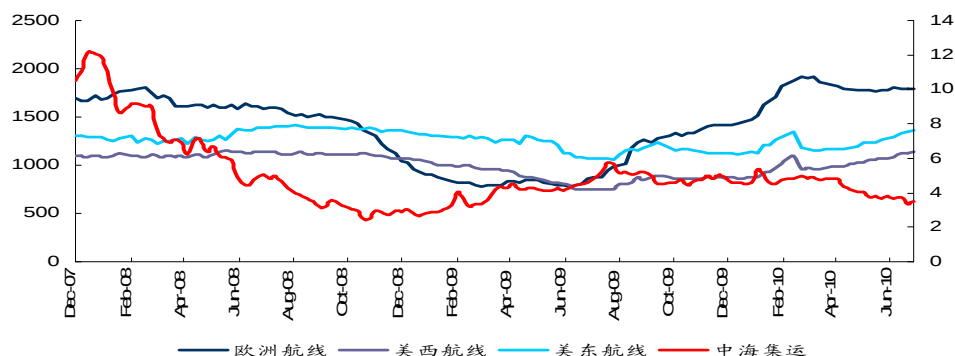
总体上，市场货量在 4 季度本也要出现季节性的回落，若船东还是保持相对理性的状态，预计运价还可以维持在保证船东盈亏平衡或略盈利的状态。

市场是不是犯错了？

我们看到 2010 年上半年，股价与运价是完全背离的，思考背离的原因可能有：

- (1) 市场犯错了。如果是这样，则市场在未来会修正。
- (2) 市场没有犯错。因为市场反映的是对未来的预期，上半年股价下跌反映的就是对 4 季度集运市场不看好的预期。如果是如此的话，那上半年的股价下跌是不是已经完全反映到了全部悲观的预期，即股价已经到了底部？

图 1：欧线、美线运价与中海集运股价走势比较



资料来源：Wind，长江证券研究部

提高盈利预测，暂维持“谨慎推荐”评级

由于今年以来集运市场运价上涨超预期，我们将中海集运 2010 年业绩预测由之前的 0.06 元上调为 0.11 元。预计 2 季度单季度 EPS 约为 0.05 元，中期约 0.03-0.04 元；预测 3 季度单季度盈利接近 10 亿元，但目前市场对 4 季度出口预期向下的背景下，我们暂维持对公司“谨慎推荐”评级。上半年以来市场股价与运价波动完全背离，若在 10 月之后，出口回落幅度并非如我们目前预期一样悲观，则股价存在纠偏的机会。短期，航运公司进入业绩预增密集期，在市场系统性风险得到释放的背景下，短期业绩超预期或将成为股价催化剂。

表 4: 航运港口主要公司中期业绩预测

公司	2Q.2010E	1Q.2010	1H.2010	1H.2009	同比	说明
招商轮船	0.07	0.065	0.14	0.06	100%左右	公司油轮及散货船舶，现货及新签约的租约的租金水平都上涨。2 季度安排了部分船舶坞修。
长航油运	0.06	0.05	0.11	0.012	1000%	公司 VLCC 实现租金水平预计在 50000 美元/天以上。MR 市场，2 季度租金水平略有上涨，最高曾实现 16000 美元/天；国内 MR 市场租金水平一直在 18000 美元/天左右。
中远航运	0.07	0.04	0.11	0.07	54%	多用途船租金水平上升，成为贡献业绩增长的主要因素。半潜船下半年量价开始上升，4 季度 1 艘新半潜船交付。新增，迁移和维修驱动，2011 年半潜船市场需求释放。
中海集运	0.05-0.06	-0.0165	0.03-0.04	-0.2926		欧线 1 季度开始盈利，美线 5 月份开始达到盈利状态，内贸部分航线开始盈利。公司已无闲置船舶。
中国远洋	0.16	0.09	0.25	-0.45	67%	集运 2 季度开始盈利；特别 6 月后，各航线都进入盈利期。散货业务，将下半年运价做充分锁定。
中海发展	0.17	0.135	0.30	0.18	120%	油轮及国内沿海煤炭运输市场价格上升。
长航凤凰	0.057	-0.07	-0.014	-0.19		长江业务亏损逐渐减少；远洋和沿海运力陆续投放，贡献业绩将持续增加。2010 年是公司业绩拐点。
日照港	0.09	0.07	0.16(摊薄后)	0.125	53%	上半年吞吐量总计 9652 万吨，同比增长 39%；其中铁矿石进口 5517 万吨，同比增长 19%。煤炭吞吐量 1350 万吨，同比增长 23%
锦州港	0.099	0.047	0.145	0.053	107%	

资料来源：长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	19938	29707	34163	40996	货币资金	6937	6304	9742	13560
营业成本	25419	26736	30405	35666	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	-5481	2971	3758	5329	应收账款	1444	2142	2463	2956
% 营业收入	-27.5%	10.0%	11.0%	13.0%	存货	874	942	1071	1256
营业税金及附加	197	294	338	406	预付账款	90	106	120	141
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	其他流动资产	3	2	3	7
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	9556	9801	13748	18338
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	715	475	547	1435	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.6%	1.6%	1.6%	3.5%	长期股权投资	1399	1399	1399	1399
财务费用	81	413	337	301	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.4%	1.4%	1.0%	0.7%	固定资产合计	33210	32033	30725	29511
资产减值损失	-38	24	11	16	无形资产	126	120	114	108
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	57	50	50	0	递延所得税资产	20	4	2	3
营业利润	-6379	1815	2575	3171	其他非流动资产	25	25	25	25
% 营业收入	-32.0%	6.1%	7.5%	7.7%	资产总计	44335	43381	46013	49384
营业外收支	-70	0	0	0	短期贷款	2725	0	0	0
利润总额	-6449	1815	2575	3171	应付款项	4110	4310	4901	5748
% 营业收入	-32.3%	6.1%	7.5%	7.7%	预收账款	77	119	137	164
所得税费用	22	272	463	634	应付职工薪酬	234	238	271	317
净利润	-6472	1543	2111	2537	应交税费	123	317	449	583
归属于母公司所有者的净利润	-6489.0	1252.3	1699.5	2029.5	其他流动负债	351	377	429	514
少数股东损益	17	290	412	507	流动负债合计	7620	5361	6186	7326
EPS (元/股)	-0.56	0.11	0.15	0.17	长期借款	8352	8352	8352	8352
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-3460	3190	4571	5134	其他非流动负债	2385	2385	2385	2385
取得投资收益					负债合计	18357	16098	16923	18062
收回现金	23	0	0	0	归属于母公司	25227	26291	27736	29461
长期股权投资	-87	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	752	1042	1454	1961
固定资产投资	-1257	-497	-542	-710	股东权益	25978	27333	29190	31422
其他	-69	0	0	0	负债及股东权益	44335	43431	46113	49484
投资活动现金流净额	-1413	-497	-542	-710	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	14	0	0	0	EPS	-0.555	0.107	0.145	0.174
银行贷款增加 (减少)	2382	-2725	0	0	BVPS	2.16	2.25	2.37	2.52
筹资成本	347	-601	-592	-606	PE	-6.19	32.09	23.65	19.80
其他	-2624	0	0	0	PEG	0.04	-0.19	-0.14	-0.12
筹资活动现金流净额	119	-3326	-592	-606	PB	1.59	1.53	1.45	1.36
现金净流量	-4754	-633	3438	3819	EV/EBITDA	-9.32	10.81	8.14	6.48
					ROE	-25.7%	4.8%	6.1%	6.9%

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，西方经济学硕士；长江证券研究部行业首席分析师。2008 年 5 月加盟长江证券研究部，研究领域航运和港口行业。从事行业研究工作 6 年。

韩轶超，上海交通大学金融学学士，金融学硕士，交通运输行业助理研究员。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。