

航运 II

中海集运 (601866. SH) / 3.69 元

3 季度运价仍看好, 4 季度行情不明朗

事项

我们 7 月 23 日对中海集运进行调研, 了解目前集运形势和生产经营情况。

主要观点

1、欧洲线近期舱位松动, 3 季度仍看好。前一段时间爆舱, 随着大船不断投入, 舱位开始松动, 爆舱现象没有了, 但公司仍能保证满舱。目前的运价在 1900 美元/TEU, 暂时没有加价计划。欧洲线上半年每个月都有盈利, 欧洲债务危机没有影响到公司货量, 3 季度继续看好, 4 季度形势不太明朗。

2、美国线 6 月份开始盈利, 8 月初有涨价计划。5 月 1 日后执行新的年度合同, 与去年相比, 基本运价美西涨 800 美元/FEU、美东涨 1000 美元/FEU。6 月 1 日美西、美东线征收旺季附加费 400 美元/FEU、200 美元/FEU, 公司的美国线在征收此次旺季附加费后开始盈利。7 月 1 日征收集装箱附加费 400 美元/FEU。目前美西、美东运价为 2600 美元/FEU、3500 美元/FEU。计划 8 月 1 日征收第 2 次旺季附加费 400 美元/FEU, 能否有效执行还得看当时的货量和装载率的情况, 现在美国线仍是满舱运载。

3、内贸线需求回升慢于欧美航线, 部分运力转移至国际航线。公司的市场占有率是 40%-50%, 1 季度仍是亏损, 由于上半年将部分运力从内贸转移至欧美线, 内贸运力减少, 给提价留出了空间, 上半年内贸形势总体比去年同期好。

4、上半年运价超预期的原因:欧美需求回升比预期好; 航运公司执行超低航速减少运力供给对市场的影响大; 新船的实际投放量没有预期多; 集装箱紧缺导致周转不灵损失部分运力。

5、下半年行情判断: 3 季度看好, 4 季度不明朗。3 季度运价不会有明显变化, 但随着大船大量投放, 4 季度的情况不甚明朗。根据公司的判断, 现在船公司宁愿闲置运力, 也不会让运价跌至 09 年的水平。

6、近期集装箱紧缺的原因:每年有一些集装箱正常淘汰, 由于去年行情低迷, 淘汰后船公司不再补充新箱, 去年集装箱工厂停工长达 8 个月。今年随着新船和闲置运力的投入, 以及降低航速的原因造成短期内对集装箱需求的增长, 预计今年 9、10 月份缺箱问题才能解决。公司在年初订购了 3 万 TEU 的集装箱, 以及公司的运力集装箱配比为 1:1.92, 低于平均 1:2.4 的配箱比例, 公司不存在缺箱的问题。

研究员: 高利

联系人: 邢富良

Tel: 010-59370863

Email: xingfuliang@hczq.com

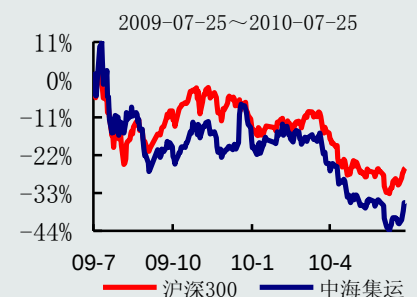
投资评级

投资评级:	不评级
评级变动:	不评级

公司基本数据

总股本(万股)	1168313
流通 A 股/B 股(万股)	233663/0
资产负债率(%)	41.41
每股净资产(元)	2.16
市盈率(倍)	-6.64
市净率(倍)	1.71
12 个月内最高/最低价	6.44/3.14

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: 港澳资讯

相关研究报告

7、公司于中远集运业务比较：

(1) 运价方面：根据我们的计算，公司主干航线的单箱收入明显低于中远集运，公司的解释是箱量统计的口径问题，公司可能将只参与了航线部分运段的箱子统计进了整条航线的运量。公司的实际运价在行业内是中等偏上的，公司的准班率在行业内算好的，欧美整体服务中等偏上，澳洲航线是王牌。

(2) 内贸线：根据我们的分析公司内贸箱运量和收入明显高于中远集运，公司的解释是中海集运的五星船旗比中远集运多（挂国外旗需额外交税），而且很多是 4000TEU 以上的船。公司内贸线市场占有率 40%-50%，中远集运 20%-30%。

(3) 盈利能力：根据我们的分析公司 07-09 年毛利率 13.7%、4.4%、-27.5%；同期中远集运毛利率 9.5%、8.9%、-24.1%，在市场下行时公司的盈利能力下降更快，从另外的角度也说明公司的业绩弹性更大。公司的解释是中海集运的固定客户要少一些，市场下行时低价客户相对较多，还有就是中海集运的回程货运价低于中远集运，毕竟公司在全球市场的经营时间要晚于中远集运。

(4) 成本费用控制：根据我们的分析，公司成本费用的控制要明显好于中远集运。09 年中海集运运力 49.7 万 TEU，低于中远集运 56 万 TEU；中海集运 09 年毛利亏损 55 亿元，中远集运亏损 57 亿元；中海集运 09 年税后亏损 64.89 亿元，中远集运亏损 82 亿元，中远集运的期间费用要远高于中海集运。

8、此次调研后，我们依然维持对之前对航运市场复苏的看法，即依次是：油轮、干散货和集运。之所以将集运的复苏置于最后，我们认为欧美消费的复苏和中国出口的增长前景很不明朗甚至很暗淡。我们分析上半年集运超预期的原因是欧美补库存和船公司降低航速共同作用的结果，当然关键原因还是补库存。集运业务在景气时毛利率只能达到 20%-30%，干散货甚至能达到 60%-70%，油轮业务能达到 30%-40%。我们根据我们的测算，公司 2010-2012 年 EPS0.08 元、0.10 元、0.11 元，不予评级。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	9,556	13,521	15,494	17,713
现金	6,937	9,164	11,915	14,195
应收账款	1,372	2,961	2,290	2,208
其它应收款	72	250	180	167
预付账款	90	118	132	113
存货	874	754	700	776
其他	211	273	276	253
非流动资产	34,780	33,430	32,154	30,854
长期投资	1,399	1,296	1,324	1,340
固定资产	26,065	24,787	23,483	22,179
无形资产	126	126	126	126
其他	7,189	7,220	7,221	7,209
资产总计	44,335	46,951	47,648	48,567
流动负债	7,620	7,871	7,796	7,658
短期借款	137	-	-	-
应付账款	4,110	4,086	4,018	4,071
其他	3,373	3,786	3,779	3,587
非流动负债	10,737	12,092	11,701	11,510
长期借款	8,352	8,352	8,352	8,352
其他	2,385	3,740	3,349	3,158
负债合计	18,357	19,963	19,497	19,168
少数股东权益	752	768	789	808
股本	11,683	11,683	11,683	11,683
资本公积金	17,178	17,178	17,178	17,178
留存收益	(3,003)	(2,010)	(868)	362
归属母公司股东权益	25,227	26,219	27,362	28,592
负债和股东权益	44,335	46,951	47,648	48,567

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	(3,460)	2,884	2,912	2,791
净利润	(6,472)	1,009	1,163	1,249
折旧摊销	1,559	1,305	1,305	1,305
财务费用	81	516	470	427
投资损失	(57)	(54)	(64)	(58)
营运资金变动	1,265	40	108	(145)
其它	164	68	(70)	15
投资活动现金流	(1,413)	119	28	61
资本支出	1,316	-	-	-
长期投资	(92)	(103)	28	16
其他	(189)	16	55	76
筹资活动现金流	119	(776)	(188)	(572)
短期借款	(1,417)	(137)	-	-
长期借款	4,120	-	-	-
普通股增加	-	-	-	-
资本公积增加	(22)	-	-	-
其他	(2,562)	(640)	(188)	(572)
现金净增加额	(4,750)	2,227	2,752	2,280

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	19,938	25,919	29,807	32,787
营业成本	25,419	23,327	26,826	29,509
营业税金及附加	197	231	290	312
营业费用	-	-	-	-
管理费用	715	604	745	920
财务费用	81	516	470	427
资产减值损失	(38)	(4)	(2)	(15)
公允价值变动收益	-	-	-	-
投资净收益	57	54	64	58
营业利润	(6,379)	1,299	1,542	1,694
营业外收入	48	37	44	43
营业外支出	118	42	55	72
利润总额	(6,449)	1,294	1,531	1,665
所得税	22	285	367	416
净利润	(6,472)	1,009	1,163	1,249
少数股东损益	17	17	21	18
归属母公司净利润	(6,489)	993	1,142	1,230
EBITDA	(4,739)	3,119	3,317	3,425
EPS（元）	-0.56	0.08	0.10	0.11

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-43.4%	30.0%	15.0%	10.0%
营业利润	-5750.6%	-79.6%	18.7%	9.8%
归属母公司净利润	-4917.7%	-84.7%	15.1%	7.7%
获利能力				
毛利率	-27.5%	10.0%	10.0%	10.0%
净利率	-32.5%	3.8%	3.8%	3.8%
ROE	-25.7%	3.8%	4.2%	4.3%
ROIC	-20.7%	4.8%	5.5%	6.0%
偿债能力				
资产负债率	41.4%	42.5%	40.9%	39.5%
净负债比率	60.34%	54.07%	56.82%	57.06%
流动比率	1.25	1.72	1.99	2.31
速动比率	1.14	1.62	1.90	2.21
营运能力				
总资产周转率	0.42	0.57	0.63	0.68
应收账款周转率	10	12	11	15
应付账款周转率	6.38	5.69	6.62	7.30
每股指标(元)				
每股收益	-0.56	0.08	0.10	0.11
每股经营现金	-0.30	0.25	0.25	0.24
每股净资产	2.16	2.24	2.34	2.45
估值比率				
P/E	-6.64	43.44	37.73	35.04
P/B	1.71	1.64	1.58	1.51
EV/EBITDA	-10	16	15	14

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801