

中海集运 (601866)

增持/ 首次评级

股价: RMB3.81

分析师

范倩蕾

SAC 执业证书编号:S1000210070003

fanql@lhqz.com

0755 82364417

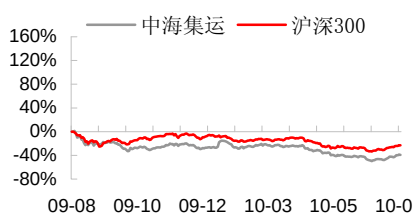
相关研究

《分化初现，道阻且长——2010 年航运业中期策略》(2010/06/09)

基础数据

总股本(百万股)	11683
流通 A 股(百万股)	2337
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	9089

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

乍暖还寒，景气在望

—中海集运首次评级

- 集运行业在 2010 年二季度结束了漫长的亏损期，实现盈利。我们对行业的盈利前景展望是“乍暖还寒，景气在望”。简而言之，短期内我们认为行业的盈利可能在四季度因出口增长低迷而出现波动，但在更长的时间范围上，将因供需的优化而持续好转。
- 根据我们在中期策略中提出的行业分析框架，库存周期可以用来解释航运业在 3-5 年周期范围内的景气变化。在不存在制度性的外力作用的前提下，集运业的库存调整自 2007 年三季度开始，运力增长 2010 年 3 月触底至 5.4%。此轮库存调整持续进行了 33 个月，我们认为从时间长度到调整深度而言，都相对较为充分。
- 依据截至 2010 年 8 月初的订单数据，我们预测 2010-2012 年行业的供给增长将达 8.9%，8%和 8.1%。而需求的增长则为 12.5%，9%和 10%。我们对需求增长的预期是基于 IMF、World Bank 和 CPB 对全球贸易增长的假设 6.3%-7%，加上 2%-3%的集运需求结构性增长构成的。
- 历史经验证明，集运需求增长长期高于全球贸易增长 2%-3%，我们理解其源于以集装箱化为代表的结构性增长动力。我们判断这一增长动力不会骤然消失。
- 中海集运是中国集运企业双雄之一。公司历史上几次成功的时机判断助其以低成本迅速实现了市场占有率的提升。2007 年，公司明确提出将战略方向由追求市场份额转向追求盈利，从以往的“圈地”转向行业“深耕”。我们认为这一战略方向上的转变有利于中海集运通过服务质量的提升和竞争壁垒的巩固提高竞争力。
- 我们预测中海集运 2010 年中期业绩 0.06 元，全年业绩 0.14 元。2011 年，行业的景气程度若略有提升，则将实现盈利 0.30 元。目前公司的股价约相当于 13 倍的 2011 年 PE 和 1.5 倍的 2011 年 PB。基于对周期方向的判断，我们给予中海集运“增持”的首次评级。

经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E
营业收入(百万元)	19937.6	6633.3	31787.0	36476.2
(+/-%)	-43.2	46.4	59.4	14.8
归属母公司净利润(百万元)	-6489.0	-192.7	1635.1	3480.2
(+/-%)	-5069.4	84.1	-74.8	112.8
EPS(元)	-0.56	-0.02	0.14	0.30
P/E(倍)	-7.0	-235.8	28.0	13.2

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

投资要点	4
集运行业：投资时点是否到来？	5
库存周期位置决定景气方向	5
行业供需差在 2010 年得以弥补	7
需求将决定复苏或再次去“库存”	8
行业展望：景气程度有望提升	9
竞争分析	11
公司经营	12
主营业务：集运为主，产业链纵向延伸	12
经营战略：从“圈地”走向“深耕”	14
财务模型	16
收入及成本	16
其它假设	17
盈利预测	17
投资评级	18
催化因素	18
潜在风险	18
附录：财务报表	19

图表目录

图 1、	集运运价与供给变化的周期性对应	5
图 2、	集运行业的供给调整	5
图 3、	干散货行业运力增速持续扩张	5
图 4、	集运订单占现有运力比例（截止 2010 年 8 月）	6
图 5、	集运订单计划交付年份（截止 2010 年 8 月）	6
图 6、	集运运力交付（截至 2010 年 7 月）	6
图 7、	集运运力交付与计划交付对比（2010 年 1-7 月）	6
图 8、	集运单月新增订单（No.）	6
图 9、	集运单月订单非交付性减少（No.）	6
图 10、	2010 年 1-5 月全球贸易增长	7
图 11、	1997-2010E 行业供需增速对比	7
图 12、	全球商品贸易同比增长 - 进口（截至 2010 年 5 月）	8
图 13、	全球商品贸易同比增长- 出口（截至 2010 年 5 月）	8
图 14、	美、欧地区消费者信心指数	8
图 15、	中国 PMI 指数	8
图 16、	集运需求增长与全球贸易量增长	9
图 17、	集运需求增长的结构性动力	9
图 18、	Clarkson 集运船舶期租指数	10
图 19、	中国出口集装箱运价指数	10
图 20、	集运行业波特五力分析	11
图 21、	中海集运分航线运量（‘000 TEU）	12
图 22、	中海集运分航线收入（百万人民币）	12
图 23、	中海集运季度 EPS 变化	13
图 24、	中海集运毛利率变化（2004 - 2009）	13
图 25、	中海集运运力变化（2006 - 2012E）	13
图 26、	中海集运的运力扩张	14
图 27、	干散货船舶二手船价指数	14
图 28、	集装箱船舶新造价格指数	14
图 29、	中海集运滚动 PB - ROE	18
图 30、	中海集运 A-H 股溢价	18
表 1、	集运运力增长预测	7
表 2、	公司 2001-2002 年反周期造船战略	15
表 3、	中海集运收入测算（2006 - 2011E）	16
表 4、	中海集运经营成本测算（2006 - 2011E）	17
表 5、	中海集运盈利预测敏感性分析	17

投资要点

得益于自 2007 年二季度开始的行业供给调整，以及中国 2009 年大规模基建投资所拉动的全球经济回暖，集运行业的景气程度自 09 年三季度开始逐步回升。在经历了三个季度的减亏之后，行业在 2010 年二季度实现盈利。我们需要回答的问题是，集运行业景气的提升是否可持续？行业的投资时点是否到来？

我们对行业的判断是：乍暖还寒，景气在望。目前，行业处于一个较“暖”的阶段，运价高位维持，企业扭亏为盈；但四季度潜在的出口波动可能使投资者再次萌生对未来周期方向的忧虑。但我们坚信，行业供需的改善和景气反转在未来两年将是大概率事件，因行业的供给调整（去库存）已经到位。

我们分别上调行业 2010 年的供需增速至 8.9%和 12.5%，并预测行业在 2011-12 年的供给增长将分别为 8%和 8.1%，需求增速为 9%和 10%。我们认为即便在目前最悲观的需求假设下，2010 年行业仍将达到供需平衡而维持景气，而在 2011 年行业则将由供给增速小于需求而景气程度得以提升。

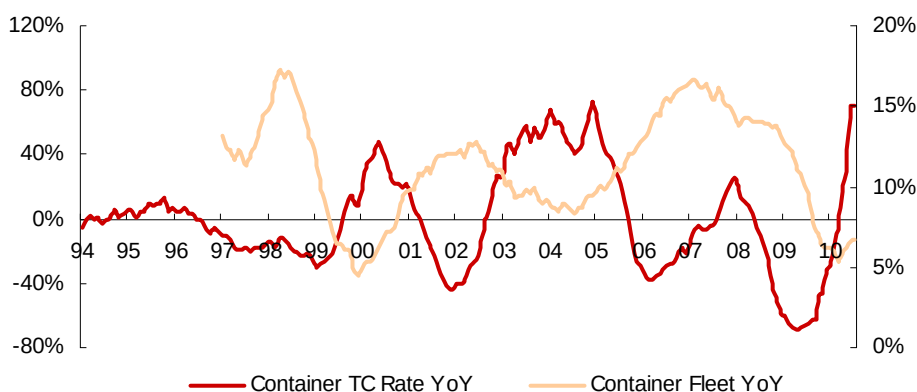
我们给予中海集运首评以“增持”的评级，基于对行业周期位置和方向的判断。我们预测公司在 2010/2011 年的 EPS 为 0.14/0.30 元。所基于的基本假设是行业在 10 年三季度维持二季度末的景气程度，四季度行业盈亏平衡。2011 年行业的景气程度略有提升。目前的股价对应的 2011 年 PE 和 PB 为 13 倍和 1.5 倍。

集运行业：投资时点是否到来？

运用在中期策略报告《分化初现，道阻且长》（2010/06/09）中提出的行业分析逻辑，我们认为在 3-5 年的周期区间上，行业的周期可以由库存周期（基钦周期）做出较好的解释。行业的运价变化与运力（库存）的变化存在周期性的对应，从供给周期判断，集运行业的供给调整自 07 年就已开始，目前已经进行的相对充分。

库存周期位置决定景气方向

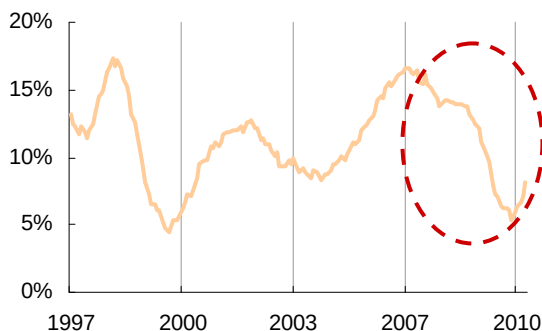
图1、集运运价与供给变化的周期性对应



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究

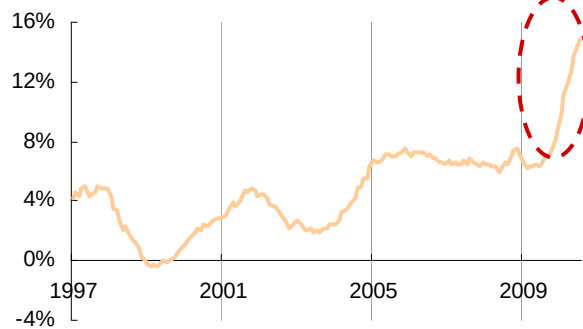
集运运力增长在 07 年二季度触顶，一度达到 17%，随后开始向下调整。2010 年一季度，行业供给增速触底 5.4%，随后开始随着行业景气度的提升逐步上升。相对于干散货和油运市场而言，集运行业的供给调整自发进行，并持续了 33 个月。

图2、集运行业的供给调整



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究

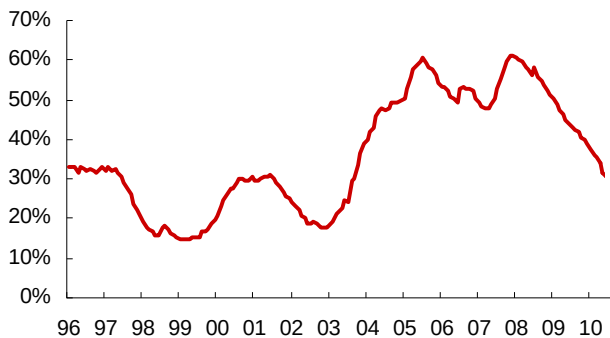
图3、干散货行业运力增速持续扩张



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究

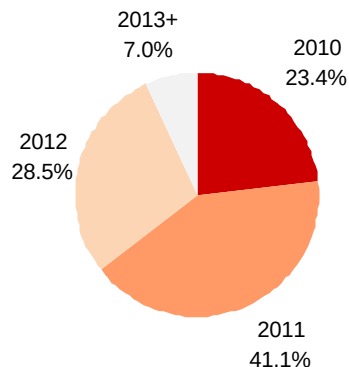
目前，集运行业的订单约 392 万 TEU，约占现有运力的 29%。计划交付年份集中于 2010-2012 年。

图4、集运订单占现有运力比例（截止 2010 年 8 月）



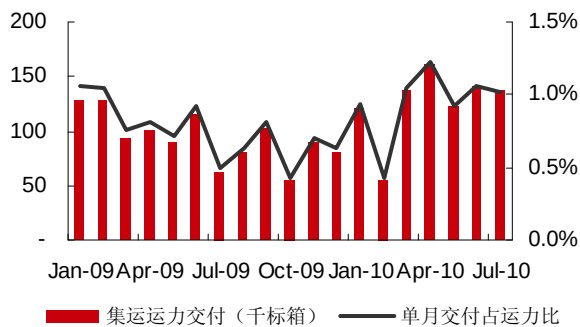
资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究

图5、集运订单计划交付年份（截止 2010 年 8 月）



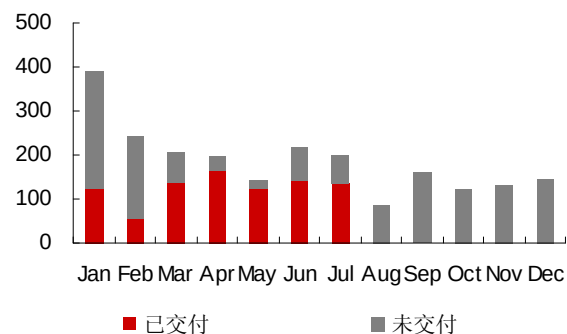
资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究

图6、集运运力交付（截至 2010 年 7 月）



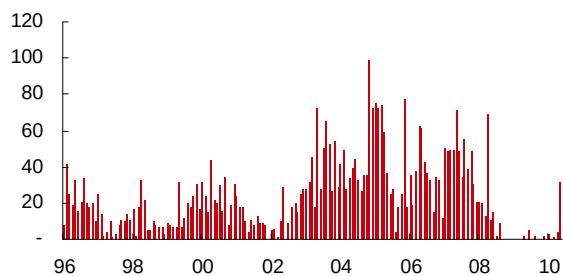
资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究

图7、集运运力交付与计划交付对比（2010 年 1-7 月）



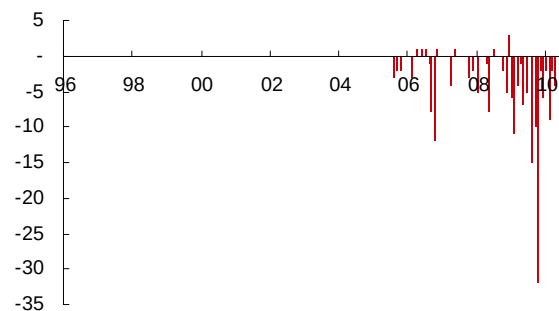
资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究

图8、集运单月新增订单 (No.)



资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究

图9、集运单月订单非交付性减少 (No.)



资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究

注: 数据为月初订单+新增订单-交付订单与期末订单之差

我们根据截至 2010 年 8 月初的订单数据建立供给增长假设的模型。我们认为 2010-12 年的运力供给增长将分别为 8.9%, 8%和 8.1%。其中隐含的假设是取消或推迟比例

在 2010-12 年分别为 38%、35%和 20%，同时 20%的延迟订单被取消。2010 年截至 7 月末，行业的订单取消或推迟比例约 45%。

表1、 集运运力增长预测

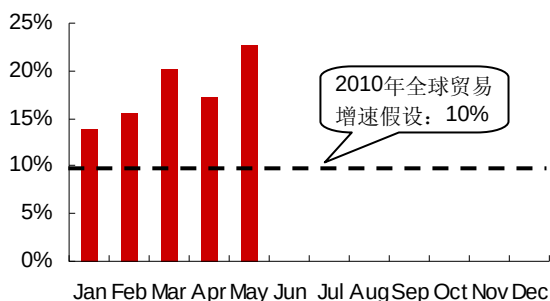
	2010E	2011E	2012E	2013E
年初运力	12,899	14,048	15,177	16,403
现有运力	13,669			
订单余额	917	1,891	1,645	443
占比 (%)	7%	13%	11%	3%
订单取消或推迟	348.3	661.8	329.0	0.0
取消、推迟比例 (%)	38%	35%	20%	0%
拆解	190.0	100.0	90.0	90.0
年末运力	14,048	15,177	16,403	16,756
增量	8.9%	8.0%	8.1%	2.2%

数据来源：华泰联合证券研究

行业供需差在 2010 年得以弥补

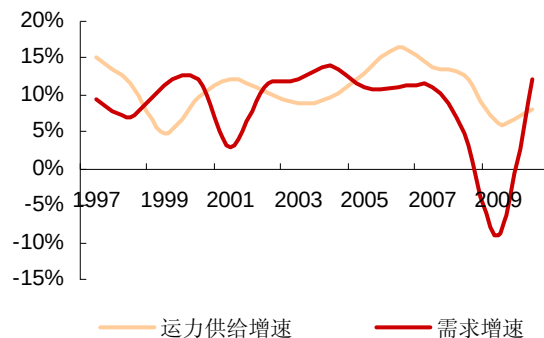
我们判断 2010 年行业的需求增长将达到 12.5%，这是基于 2010 年全球贸易增长 10%，和集运结构性增长贡献 2.5%的基本假设（我们在下文中将加以说明）。2010 年行业需求增长高于运力增长，行业的供需缺口在 2010 年得以弥补。

图10、 2010 年 1-5 月全球贸易增长



资料来源：CPB，华泰联合证券研究

图11、 1997-2010E 行业供需增速对比



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究

我们观察到行业的运价在 2010 年的 2 季度得到提升，船舶的使用效率亦较高。据 Alphaliner 数据，目前行业的闲置运力占比已经低至 1.9%。我们认为这印证了行业的运力过剩已经由高于供给增长的需求增长，以及船东的减速航行所初步消化。

需要提示的是，我们认为目前的供需平衡仍建立于船速下降的基础上，这意味着船舶的实际使用率仍有提升的空间。因此，运价弹性不高，趋势性的运价上涨难以持续。

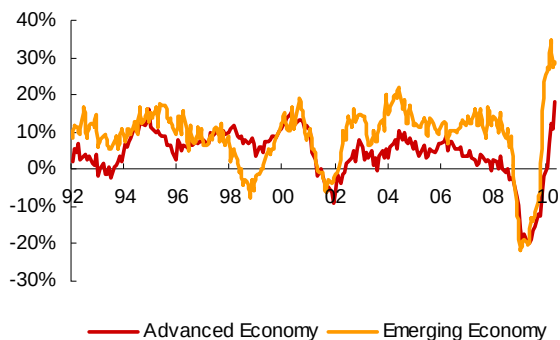
需求将决定复苏或再次去“库存”

如果行业的供需缺口已经在 2010 年得到弥补，那么，对于来年供需对比的判断则成为行业复苏或景气下滑以致再次去“库存”的重要假设。我们认为从短期的范围来看，全球贸易需求存在波动的风险；从更长的时间区间来看，我们认为尽管 2011 年的全球贸易需求增速将下滑，但因行业供给的调整，即便在较悲观的需求假设下，行业的供需仍将维持相对平衡。

贸易：短期风险不改长期趋势

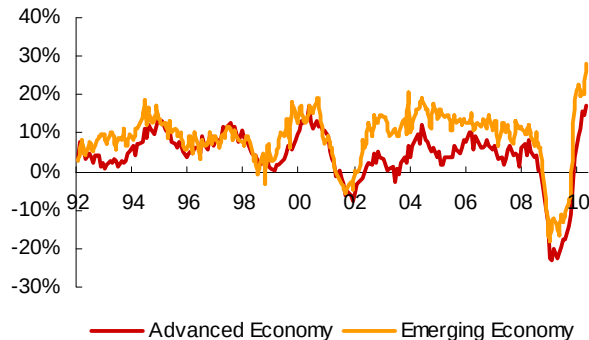
我们认为全球贸易在四季度有波动的风险。我们了解到，3 季度开始，浙江省和广东省的制造业企业反应订单数量和规模环比有所下滑。观察数据，美国消费者信心指数出现环比下滑，中国的 PMI 制造业和出口订单指数亦环比下滑。我们认为出口和全球贸易在四季度出现波动的概率较大。我们的宏观研究认为，四季度中国出口可能环比无增长，甚至出现小幅下滑。我们认为四季度的出口波动将令运价承压。

图12、全球商品贸易同比增长 - 进口（截至 2010 年 5 月）



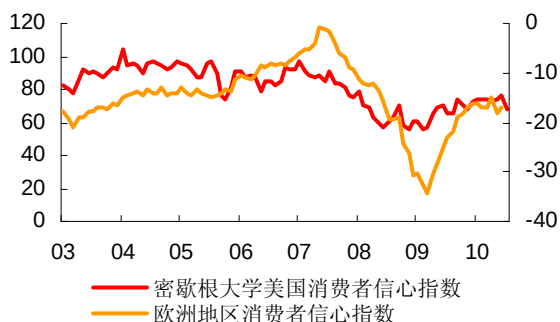
资料来源：CPB，华泰联合证券研究

图13、全球商品贸易同比增长- 出口（截至 2010 年 5 月）



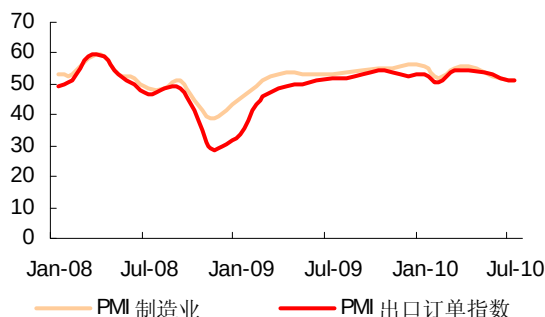
资料来源：CPB，华泰联合证券研究

图14、美、欧地区消费者信心指数



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究

图15、中国 PMI 指数



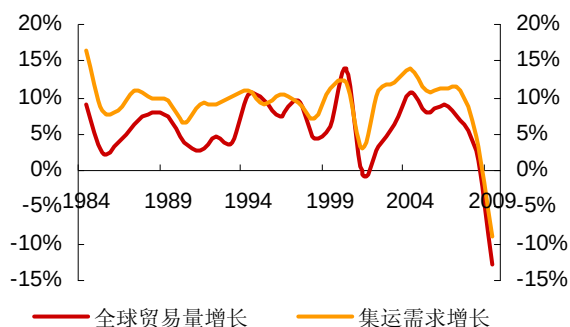
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究

但考虑需求增长的长期趋势，我们认为贸易的增长率在未来两年不会显著下滑，2011 年需求增长低于 9% 的概率不大：

IMF, World Bank 和 CPB 的给出 2011 年全球贸易增速预测在 6.3% - 7.2%的区间, 相对于 2010 年 9%-12.3%的贸易增长预测, 已包含增速下滑的预期。同时, 我们观察历史的集运需求增长数据与全球贸易量增长之间的关系, 发现集运需求增速一般高于全球贸易增速 2-3%, 我们理解其为来自于结构性的需求增长动力, 如集装箱化。**将两者叠加, 我们认为需求增长低于 9%的概率不大。**行业 2011 年供需大致平衡, 行业景气将得以维持。若对全球贸易的悲观预期有所改观, 则行业在 2011 年的供需将继续改善。

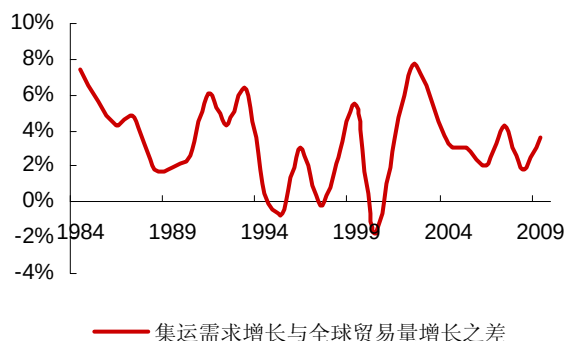
World Bank 对 2012 年的贸易增速预期高于 2011 年, 其它机构未给出对 2012 年的贸易预期。

图16、 集运需求增长与全球贸易量增长



资料来源: CPB, Clarkson, 华泰联合证券研究

图17、集运需求增长的结构性动力



资料来源: CPB, Clarkson, 华泰联合证券研究

结构性增量：动力消逝之忧

我们认为以集装箱化为代表的集运需求增长动力不会迅速消失, 原因在于: 1) 集装箱化是一个连续的进程, 因此全球贸易需求增长不会因这一动力的丧失而骤降。2) 根据我们与行业中人士的交流, 尽管在主要的港口和航线上货物的集装箱化已经较为充分, 但在部分非主干港口和航线上, 杂货船仍承担了大量的运输需求。这些航线随着港口和其他基础设施的完善, 及贸易需求的进一步发展, 其集装箱化可能为集运带来新的结构性需求增量。

行业展望：景气程度有望提升

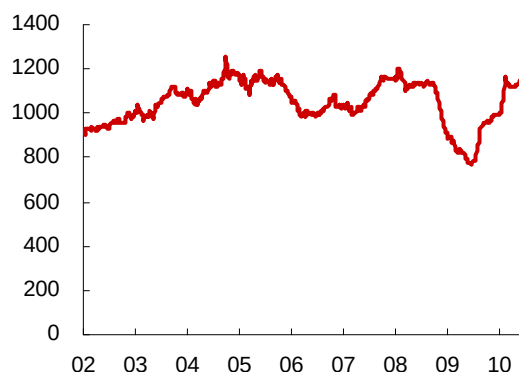
据上海航运交易所, 集运行业的运价自 09 年下半年以来开始回升。中国的集运企业于 2010 年 2 季度正式结束亏损, 步入盈利周期。目前, 行业的闲置运力缩减至 1.9%, 行业的船舶使用效率得到了有效提升。我们判断, 行业的盈利短期内可能会有所反覆, 但从 3-5 年的周期范围来看, 行业因供需的改善将迎来景气的反转。

图18、 Clarkson 集运船舶期租指数



资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究

图19、中国出口集装箱运价指数

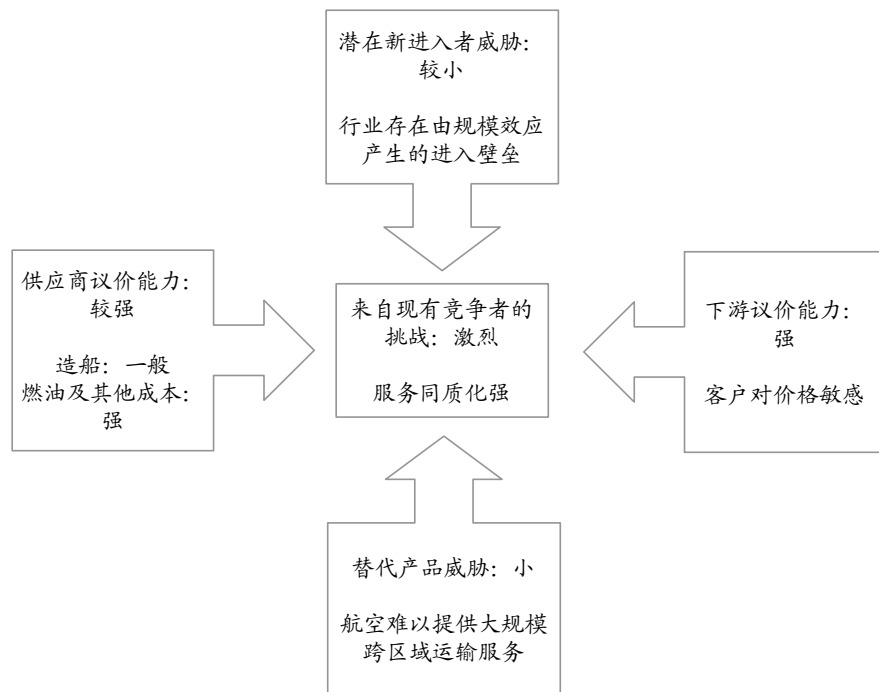


资料来源: CPB, Clarkson, 华泰联合证券研究

我们判断 2010-2012 年行业的需求增长将达到 12.5%、9%、10%。行业的供需差在 2010 年将得到弥补,在相对悲观的预期下,行业在 2011 年的供给增速与需求增速相当,运价水平和景气程度应得以维持,并有望在 2012 年得到进一步提升。如果全球贸易的表现好于预期,则行业的景气程度提升在 2011 年就有望到来。

竞争分析

图20、 集运行业波特五力分析



资料来源：华泰联合证券研究

集装箱行业相较于干散货或油轮运输，具有波动性更小，平均利润率水平更低的特征。波特五力分析可以用来解读集运行业的利润率水平。我们认为集运行业利润率提升的主要障碍来自于：

- 行业内激烈的同质竞争：集运服务同质性较强，同时班轮制度使得经营者难以通过对短期市场的判断调整运力分布和选择定载时机。
- 对下游议价能力/成本转移能力的不足：国际商品贸易的发生来自于成本差异，因此集运的下游需求对价格高度敏感。这造成了集运行业对下游议价能力的缺失。行业的集中度虽然高于散货运输，但不足以保证运力供给方的定价权。
- 对上游的议价能力局限：集运行业船舶成本占成本比重较低，而对燃油、码头装卸及内陆运输成本的议价能力均不足。

我们认为集运公司将通过行业内的横向协作与产业链上的纵向整合来提供差异化服务、强化竞争壁垒及成本控制能力，从而提高其竞争力。

公司经营

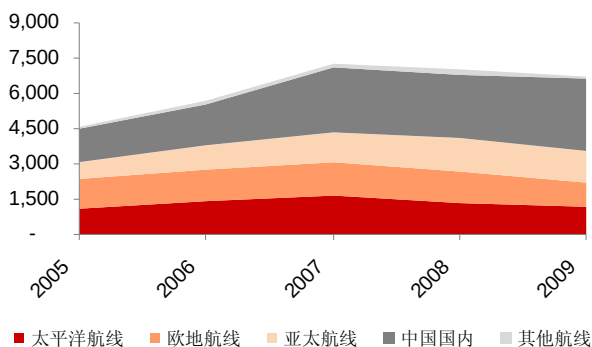
主营业务：集运为主，产业链纵向延伸

中海集运是中海集团旗下主营集装箱运输的公司。公司成立于 1997 年，于 2004 年在 H 股上市，2007 年末在 A 股上市。公司拥有运力约 50 万标箱，全球排名第 9，市场份额约 3% - 4% 之间。公司在内贸集装箱运输占市场份额首位，约 40%，略高于中远集运的 20%-30%。

2008 年，公司完成了对中海码头、中海洋山（集装箱储运）和中海洋浦（冷藏储运）的收购，在产业链的纵向整合上跨出了坚实一步。2009 年，码头业务贡献营业收入比重约 2%。

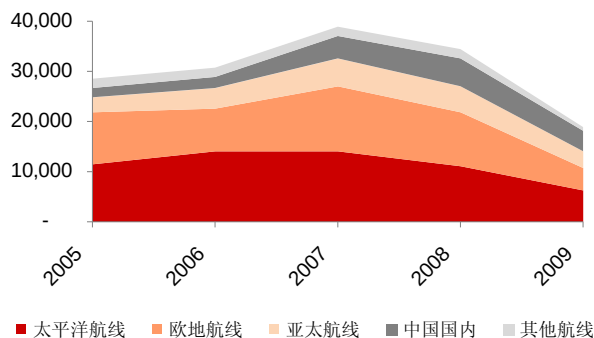
对贡献主要营业收入和利润的班轮业务而言，太平洋、欧地及亚太航线贡献了 50%-60% 的运量，及 75%-80% 的班轮收入。

图21、 中海集运分航线运量（‘000 TEU）



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究

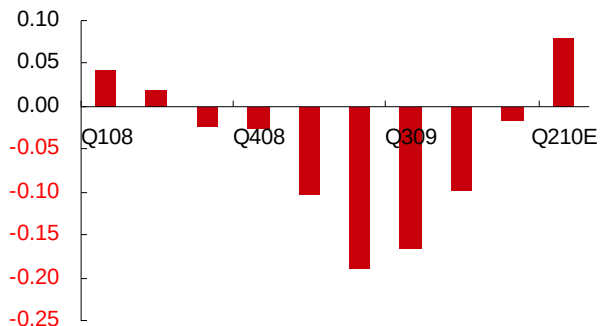
图22、中海集运分航线收入（百万人民币）



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究

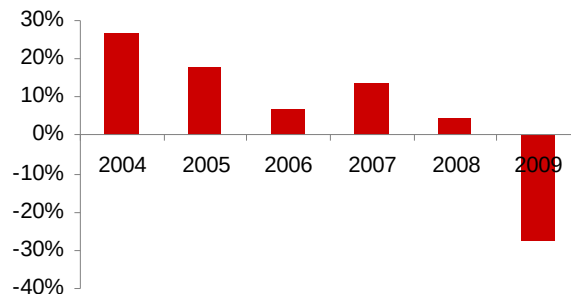
由于运价的波动较大，公司的毛利水平表现出显著的波动性。09 年，全球经济衰退带来的贸易衰退使集运行业遭受了沉重的打击，集运需求自 80 年代以来第一次遭遇负增长。据 Clarkson，行业 09 年的需求下降约 9%，而 1983-2008 年行业的年均需求增长则为 10%。中海集运平均运价下降 43%，毛利率由 4.4% 下降为负 27.5%。

图23、 中海集运季度 EPS 变化



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究

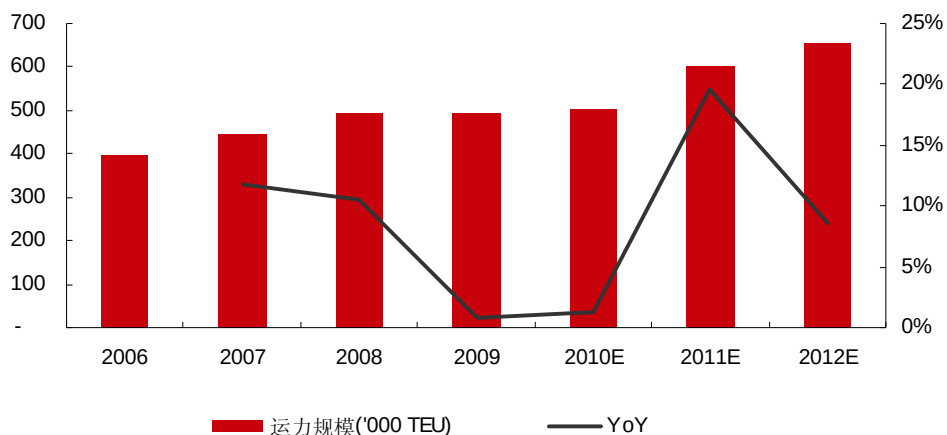
图24、中海集运毛利率变化（2004 - 2009）



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究

在规模扩张方面，2010-2012 年，公司计划新增 18 条船舶，计 15.6 万 TEU，或在 09 年年末运力基础上增加 30%的供给。不考虑潜在的拆解，公司 2011-12 年运力将同比增长 19.6%和 8.6%。

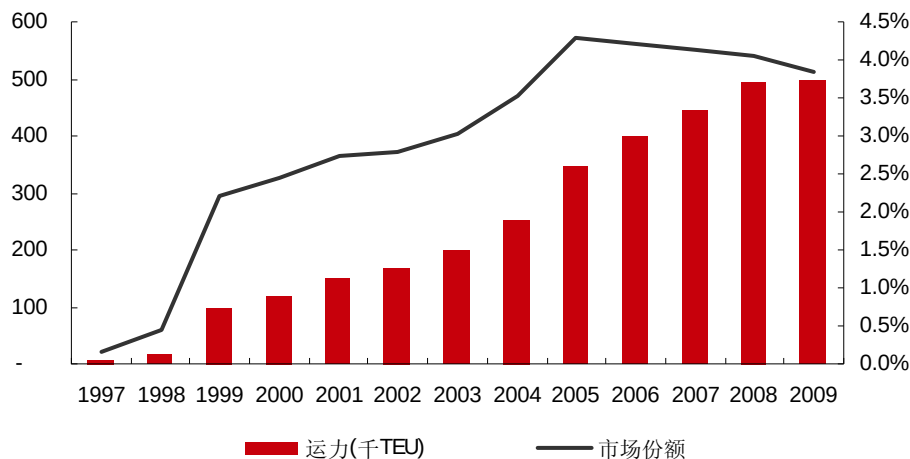
图25、 中海集运运力变化（2006 - 2012E）



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究

经营战略：从“圈地”走向“深耕”

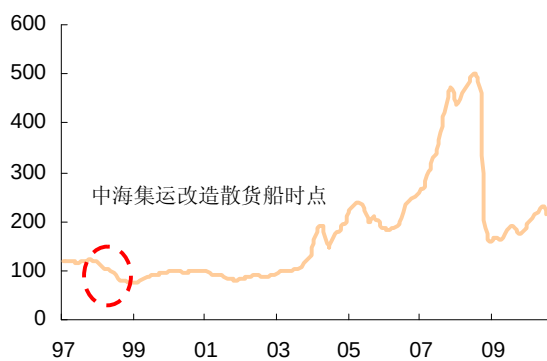
图26、 中海集运的运力扩张



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究

1997年公司成立伊始，运力仅2000余TEU。公司第一次运力及市场份额的快速提升来自于1998年公司在亚洲金融危机之后的航运市场萧条时期大规模的干散货船改造，和船舶租入。到1999年末，公司运力达9.8万TEU，市场份额由1997年末的0.15%迅速上升到2.2%。

图27、 干散货船舶二手船价指数



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究

图28、集装箱船舶新造价格指数



资料来源：Clarkson，华泰联合证券研究

公司的第二次市场份额的迅速提升来自于成功的反周期造船策略。借助在2001-2002年期间的低价集装箱船订单，公司的市场占有率再一次迅速由2002年末的2.8%提升到2005年末的4.3%。

表2、 公司 2001-2002 年反周期造船战略

船型	公司 2001-2002 年造价（百万美金）	目前造价（百万美金）
4000TEU	39.5	43.5
5600TEU	53	62
8000TEU	67	103
9600TEU	81	na

数据来源：华泰联合证券研究所

随着 2010-2012 年公司在手订单交付完毕，公司的运力将在 2011 和 2012 年分别提升 19.6%和 8.6%，从而实现进一步的市场份额提升。

2007 年，公司明确提出将战略重点由着眼于扩张市场份额，转向着眼于提升盈利水平。据我们与公司的沟通，公司目前暂无新建船舶和兼并收购的明确计划。我们认为伴随着中国加入 WTO 带来的贸易红利逐步兑现，公司已经初步完成了船队规模高速扩张和船队规模优化的“圈地”阶段，而下一步的战略重点则转向通过提升服务质量和成本控制，从而提高盈利能力的市场“深耕”。

公司对目前工作重点的描述印证了我们的判断。在 2009 年业绩推介中，中海集运梯级下阶段工作重点将集中于：1) 以效益为导向优化航线、扩大航线合作；2) 完善产业链上的码头和物流公司的工作；3) 改善服务，提高三率；4) 成本控制，及 5) 稳定市场运价。

这意味着，中海集运未来市场覆盖的扩张可能将更多通过行业间的协作完成，而不是运力扩张。在一个竞争激烈，服务趋同的行业，提升服务质量和追求产业链上的延伸，是公司提升品牌价值，逐步建立区别定价权的必要前提。

财务模型

收入及成本

表3、 中海集运收入测算（2006 – 2011E）

箱量	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
千标箱						
太平洋航线	1,433	1,628	1,304	1,196	1,316	1,421
欧地航线	1,352	1,458	1,376	1,050	1,260	1,361
亚太航线	1,022	1,233	1,427	1,321	1,427	1,541
中国国内	1,713	2,749	2,710	3,049	3,446	3,721
其他航线	139	231	181	125	161	173
箱量合计	5,658	7,299	6,998	6,742	7,609	8,217
YoY	23.1%	29.0%	-4.1%	-3.7%	12.9%	8.0%
单箱收入						
人民币	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
太平洋航线	9,725	8,702	8,661	5,416	7,691	8,191
欧地航线	6,527	8,855	7,716	4,096	6,227	6,631
亚太航线	3,926	4,527	3,714	2,533	3,597	3,831
中国国内	1,182	1,579	2,014	1,329	1,794	1,911
其他航线	13,790	8,542	9,174	6,401	8,961	9,544
合计	5,427	5,339	4,906	2,815	4,037	4,300
YoY	-12.1%	-1.6%	-8.1%	-42.6%	43.4%	6.5%
收入						
百万人民币	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
太平洋航线	13,931	14,167	11,293	6,478	10,118	11,638
欧地航线	8,822	12,909	10,619	4,302	7,846	9,025
亚太航线	4,012	5,582	5,298	3,346	5,131	5,902
中国国内	2,024	4,342	5,457	4,053	6,183	7,112
其他航线	1,919	1,971	1,662	803	1,439	1,655
班轮收入合计	30,709	38,972	34,329	18,981	30,718	35,332
YoY	8.2%	26.9%	-11.9%	-44.7%	61.8%	15.0%
租船收入	200	162	409	529	580	609
其他收入	-	196	499	422	479	526
码头	-	196	453	404	464	511
班轮相关	-	-	46	19	15	15
主营业务收入	30,908	39,329	35,236	19,933	31,777	36,466
其他业务收入	-	28	13	5	10	10
收入合计	30,908	39,357	35,250	19,938	31,787	36,476

数据来源：公司资料，华泰联合证券研究

根据我们与上市公司的沟通和对行业的判断，我们假设公司的箱量将在 2010 及 11 年增长 13%和 8%，单箱收入分别上涨 43%和 5%。我们的敏感性分析显示，2011 年的运价增长每高于我们的预期 5%，将影响 EPS 约 0.12 元。

表4、 中海集运经营成本测算（2006 – 2011E）

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
集装箱装卸及管理成本	9,945	10,851	10,303	7,432	8,639	9,424
燃油消耗成本	6,134	7,560	10,105	5,633	6,993	7,930
经营租赁租金成本	2,986	3,737	3,415	3,527	3,421	3,523
码头营运成本	2,256	2,761	2,480	1,744	2,005	2,106
折旧	1,164	1,331	1,317	1,497	1,549	1,796
雇员福利开支	427	662	809	1,008	1,159	1,275
亏损合同拨备	-	-	-	67	-	-
支线成本及其他	5,479	7,282	5,431	4,578	4,944	5,043
合计	28,392	34,184	33,861	25,486	28,711	31,097
YoY		20.4%	-0.9%	-24.7%	12.7%	8.3%

数据来源：公司信息，华泰联合证券研究

我们的成本测算显示，中海集运在 2010 和 2011 年的主营业务成本将会分别上升 12.7%和 8.3%，其中隐含的假设是单箱燃油成本上升 10%和 5%。我们判断，除了油价的变化，由于箱量增长所增加的油耗，将部分被减速航行所带来的燃油使用效率提升所抵消。敏感性测算显示，单箱燃油成本每高于我们的预测 5%，将影响 2011 年的 EPS 约 0.03 元。

表5、 中海集运盈利预测敏感性分析

敏感性假设	2011 EPS
运价每高于我们的预测 10%	+0.12
单箱燃油成本高于我们的预测 5%	-0.03

数据来源：华泰联合证券研究

其它假设

我们在盈利预测中包含的其他假设如下：

- 营业税金将因公司 09 年 10 月注册洋山保税港区小幅下降；
- 因计入烟台港股权置换产生股权处置收益，投资收益大幅提升（相关收益已在一季报中得以确认）；
- 2010 年度无固定资产处置损失和亏损合同拨备的营业外支出；
- 有效税率在 2010 及 2011 年分别为 18%和 20%。

盈利预测

我们的盈利预测显示，公司在 2010-2011 年有望实现 EPS0.14/0.30 元。其中隐含的假设是行业在三季度延续二季度末的景气程度，四季度因行业的自律默契提升，不出

现大幅亏损。同时，我们的盈利预测还隐含了 2011 年行业的景气程度略有提升的基本假设。

图29、 中海集运滚动 PB - ROE



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究

图30、中海集运 A-H 股溢价



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究

投资评级

我们给予中海集运首评“增持”评级。因公司的业绩对运价的假设高度敏感，我们认为对周期位置的判断构成我们对公司投资机会理解的主要逻辑。

我们认为行业的库存调整和盈利都已触底，全球贸易需求在未来两年的增长大幅低于预期的概率较小。如果全球贸易增长如目前市场所预期的悲观，行业在 2011 年将至少可以维持 2010 年的景气程度，并在 2012 年迎来行业景气程度的提升；如果全球贸易增长好于目前市场的悲观预期，则行业景气的提升将提前到来。

催化因素

集运行业短期的催化因素在于 2010 年上半年的业绩反转。我们与投资者的沟通表明，市场对集运行业在二季度扭转亏损局面，开始实现盈利的情况了解并不充分。同时，我们判断，公司在 7 月亦实现了较好的盈利，美线计划于 8 月中旬第二次加征旺季附加费，行业盈利景气有望在三季度持续。

潜在风险

全球经济增长和贸易增长持续低于预期，或系统性风险，是集运投资的最大风险。如果需求增长低于预期，行业盈利可能重新恶化，同时运力增长也可能因此被迫进入“二次去库存”。全球运力交付高于预期是威胁我们行业判断的又一风险，但我们认为，由于在危机后并未有新订单产生，行业运力增速迅速提升的前提是行业景气程度的大幅提升，因此不需过虑。

附录：财务报表

盈利预测									
资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	9556	9801	10941	12032	营业收入	19938	31787	36476	40550
现金	6937	6398	7248	7963	营业成本	25419	28711	31097	33177
应收账款	1372	2158	2477	2753	营业税金及附加	197	127	146	162
其他应收款	72	149	171	191	营业费用	0	0	0	0
预付账款	90	144	155	166	管理费用	715	699	584	649
存货	874	718	622	664	财务费用	81	391	344	327
其他流动资产	211	234	267	296	资产减值损失	-38	0	0	0
非流动资产	34780	36085	40067	40541	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1399	1441	1484	1529	投资净收益	57	150	63	66
固定资产	26065	26645	32743	36103	营业利润	-6379	2009	4368	6301
无形资产	126	126	126	126	营业外收入	48	15	15	16
其他非流动资产	7189	7873	5713	2783	营业外支出	118	12	11	11
资产总计	44335	45886	51008	52574	利润总额	-6449	2012	4373	6305
流动负债	7560	6264	6790	6770	所得税	22	362	875	1261
短期借款	137	195	201	207	净利润	-6472	1650	3498	5044
应付账款	4110	4019	4354	4645	少数股东损益	17	15	18	20
其他流动负债	3313	2050	2235	1918	归属母公司净利润	-6489	1635	3480	5024
非流动负债	10797	11980	13085	9633	EBITDA	-4739	3887	6447	8694
长期借款	8352	9602	10652	7152	EPS (元)	-0.56	0.14	0.30	0.43
其他非流动负债	2446	2378	2433	2481	主要财务比率				
负债合计	18357	18245	19875	16403	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	752	767	785	805	成长能力				
股本	11683	11683	11683	11683	营业收入	-43.2%	59.4%	14.8%	11.2%
资本公积	17178	17178	17178	17178	营业利润	-6240.1%	-68.5%	117.5%	44.2%
留存收益	-3003	-1368	2112	7137	归属于母公司净利润	-5069.4%	-74.8%	112.8%	44.4%
归属母公司股东权益	25227	26874	30348	35366	获利能力				
负债和股东权益	44335	45886	51008	52574	毛利率 (%)	-27.5%	9.7%	14.7%	18.2%
现金流量表					净利率 (%)	-32.5%	5.1%	9.5%	12.4%
单位: 百万元					ROE (%)	-25.7%	6.1%	11.5%	14.2%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC (%)	-20.7%	6.0%	10.3%	14.4%
经营活动现金流	-3460	2525	5643	7407	偿债能力				
净利润	-6472	1650	3498	5044	资产负债率 (%)	41.4%	39.8%	39.0%	31.2%
折旧摊销	1559	1487	1734	2066	净负债比率 (%)	60.01%	60.01%	61.04%	50.09%
财务费用	81	391	344	327	流动比率	1.26	1.56	1.61	1.78
投资损失	-57	-150	-63	-66	速动比率	1.15	1.45	1.52	1.68
营运资金变动	1265	-895	125	33	营运能力				
其他经营现金流	164	42	5	4	总资产周转率	0.42	0.70	0.75	0.78
投资活动现金流	-1413	-2642	-5653	-2474	应收账款周转率	10	17	15	15
资本支出	1316	2750	5673	2496	应付账款周转率	6.40	7.06	7.43	7.37
长期投资	-92	42	43	45	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-189	150	63	66	每股收益 (最新摊薄)	-0.56	0.14	0.30	0.43
筹资活动现金流	119	-421	861	-4218	每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.30	0.22	0.48	0.63
短期借款	-1417	58	6	6	每股净资产 (最新摊薄)	2.16	2.30	2.60	3.03
长期借款	4120	1250	1050	-3500	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	-7.06	28.01	13.16	9.12
资本公积增加	-3	0	0	0	P/B	1.82	1.70	1.51	1.29
其他筹资现金流	-2581	-1730	-195	-724	EV/EBITDA	-11	13	8	6
现金净增加额	-4750	-539	850	715					

数据来源：华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

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。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhq.com