

中海集运 (601866)

增持/ 维持评级

股价: RMB4.32

分析师

范倩蕾, CFA

SAC 执业证书编号: S1000210070003

fanql@lhqz.com

0755-82364417

相关研究

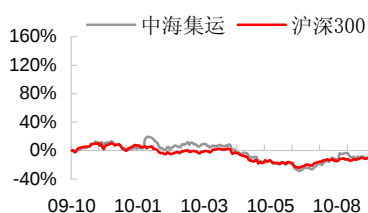
《乍暖还寒, 景气在望——中海集运首次评级》
(2010/08/04)

《集运企业的战略协作》(2010/03/16)

基础数据

总股本(百万股)	11683.12
流通 A 股(百万股)	2336.62
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)	10000.76

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

业绩优秀, 待来年更上层楼

—中海集运 2010 年三季度报点评

- 中海集运公布三季报, 业绩表现优秀。单季收入 113.3 亿, 同比增 123.6%, 环比增 20.4%; 季度销售毛利率达 21%, 创 2008 年一季度以来的新高。归属母公司所有者净利润 21.5 亿, 略超市场预期, 因其采用了较低的有效税率。实现单季 EPS 0.18 元, 环比增 57.9%。2010 年前三季度公司共实现 EPS0.28 元。
- 市场运价在三季度表现突出。这主要来自于需求的超预期恢复和行业自律的进一步推行。WTO 三季度上调 2010 年全球贸易增速预测自 10%至 13.5%, 而行业减速在三季度得以继续执行亦助推了运价的高涨。据 Drewry 统计, 与一季度相比, 亚欧航线的单航线平均船数由 9.3 条上升至 9.8 条, 美东线则由 8.6 条上升为 9.1 条。
- 9 月以来, 上海航交所统计的多条出口集装箱航线运价指数均有不同程度的下跌, 我们判断其与今年运输旺季的提前结束有关。我们认为四季度船公司协作稳定运价的意愿决定了集装箱运输价格的走向。我们判断中海集运四季度毛利率水平将大幅下降。
- 我们略上调 2010 年的 EPS 至 0.31 元, 包含的假设是四季度实现约 5%的毛利率。因公司自 09 年开始累计经营亏损, 四季度仍适用较低的有效税率。我们维持 2011 年 EPS0.42 元的预测, 基于的假设是运量 8%的同比增长和运价 6.5%的同比增长。目前公司的股价约相当于 10.4x 2011PE。
- 我们维持公司的“增持”评级, 因我们相信集运行业的供给调整已经进行的相对充分, 未来 2-3 年行业的景气程度将得以不断提升。
- 公司的投资风险在于: 1) 全球经济复苏缓慢、甚至出现反覆, 导致需求增速低于预期; 2) 集运行业因盈利提升而引致大量新船订单出现, 威胁未来 2-3 年的供给; 3) 指数的系统性风险。

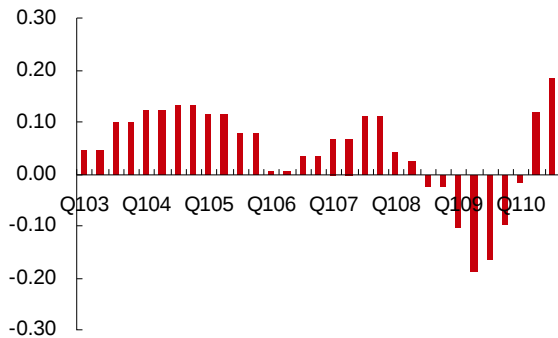
经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	19937.6	16040.6	34585.5	39695.1	42906.9
(+/-%)	-43.2	77.4	73.5	14.8	8.1
归属母公司净利润(百万元)	-6489.0	1171.4	3640.1	4864.9	5682.7
(+/-%)	-5069.4	134.3	-43.9	35.3	16.8
EPS(元)	-0.56	0.10	0.31	0.42	0.49
P/E(倍)	-7.8	43.1	14.0	10.4	8.9

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营业绩表现优异

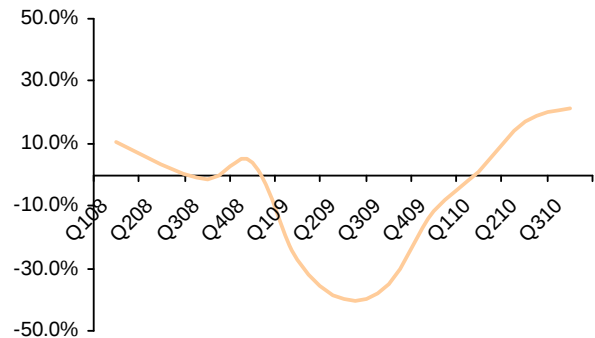
中海集运三季度经营情况大致符合市场预期。三季度报收入 113.3 亿，同比增长 123.6%，环比增 20.4%；季度销售毛利率创 08 年一季度以来新高（之前未有季度营业数据披露），达 21%。归属母公司所有者净利润 21.5 亿，略超市场预期，但主要源自其较低的有效税率。中海集运三季度有效税率仅 0.5%，前三季度有效税率约 1.7%，据与公司沟通，因自 09 年开始累计经营业绩亏损，故适用较低的有效税率。EPS0.18 元，环比增 57.9%。

图1、中海集运季度 EPS



资料来源: CapitalIQ, 公司信息, 华泰联合证券研究

图2、中海集运季度销售毛利率



资料来源: CapitalIQ, 公司信息, 华泰联合证券研究

1-3 季度公司共实现营业收入 273.7 亿，同比增 94%。我们判断运量增长的贡献可能在 12%-15%，而运输单价同比增长可能超过 65%。这主要得益于市场运价的上涨和公司灵活的运力调配管理。前三季度销售毛利率约 15%，去年同期为负。

表1、中海集运季度利润表

	Q310	Q309	YoY	Q1-3 10	Q1-3 09	YoY
营业收入	11,325.4	5,065	123.6%	27,366.0	14,107.5	94.0%
营业成本	(8,947.7)	(6,832.5)	31.0%	(23,331.2)	(18,906.7)	23.4%
营业税金及附加	(32.5)	(45.7)	-28.7%	(73.8)	(159.1)	-53.6%
管理费用	(183.3)	(136.5)	34.3%	(526.4)	(386.3)	36.3%
财务费用	(60.5)	(63.3)	-4.4%	(203.8)	(73.1)	178.9%
资产减值损失	(4.9)	(2.7)	82.0%	(24.5)	22.0	-211.1%
投资收益	60.4	18.8	221.2%	169.7	46.3	266.4%
营业利润	2,156.8	(1,997.1)		3,376.0	(5,349.3)	
营业外收支	17.1	0.2		31.0	24.1	28.9%
税前利润	2,174.0	(1,996.9)		3,407.0	(5,325.2)	
所得税	(10.2)	69.0		(57.2)	(18.8)	205.0%
净利润	2,163.7	(1,927.9)		3,349.8	(5,343.9)	
少数股东损益	(9.5)	(7.9)	20.7%	(24.1)	(9.8)	146.5%
归属母公司净利润	2,154.2	(1,935.8)		3,325.6	(5,353.7)	
EPS (元)	0.18	(0.17)		0.28	(0.46)	

数据来源：公司信息，华泰联合证券研究

第三季度公司管理费用上涨 34.3%，因发放职工薪酬所致。同期公司记投资收益 6037 万，主要来自烟台港股权置换处置收益，及处置“海兴远仓储运有限公司”收益。

运价上涨带来毛利率提升

观察市场运价，受益于市场运价上涨和美线新合同的执行，CCFI 与 SCFI 环比上涨约 6%，同比升约 40%；而 Clarkson 集运船舶期租指数则环比升 29.4%。同比升 87%。运价高涨带来了行业收入的高增长和毛利率的提升。

表2、 集运市场运价均值

	Q310	Q210	Q309	QoQ	YoY
CCFI	1200	1130	861	6.2%	39.4%
SCFI	1515	1431	NA	5.9%	NA
Clarkson Containership	63	48.7	33.7	29.4%	86.9%
TC Index					

数据来源：上海航运交易所，Clarkson，华泰联合证券研究

由于中海集运目前的毛利水平仅 15%，这意味着盈利对运价变化的弹性极高。根据我们的测算，如果假设 20% 的有效税率，每 5% 额外的运价提升对应的 2011 年 EPS 提升约 0.12 元。

表3、 中海集运 2011 年 EPS 对运价的敏感性

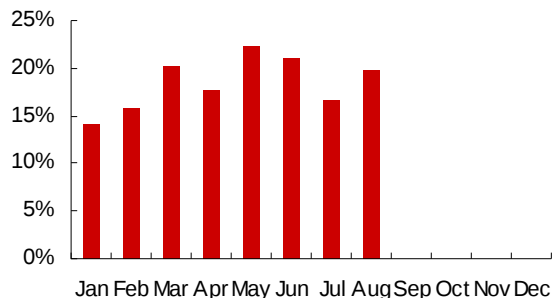
2011 运价增长	6.50%	10.00%	15.00%	20.00%
毛利率 2011	18.0%	20.7%	25.2%	29.7%
EPS 2011	0.42	0.51	0.63	0.76

数据来源：公司信息，华泰联合证券研究

运价背后：需求旺盛与供给控制

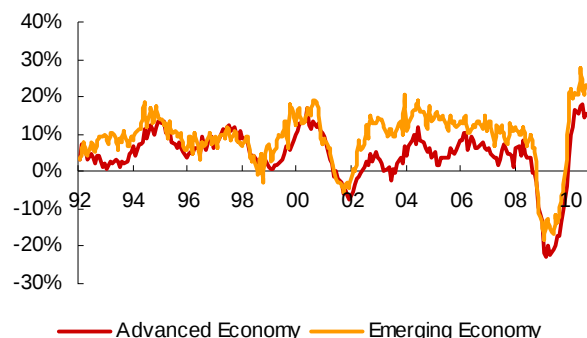
集运市场三季度运价的良好表现得益于需求的快速恢复和行业供给的自律。据 CPB 预计，全球贸易 7-8 月贸易量的同比增长仍高达 17% 和 20%，而发达国家和新兴经济体在 8 月的出口同比增长仍高达 16% 和 23%。WTO 9 月上调全球贸易 2010 年的增速预测至 13.5%，而一季度时其给出的预测值是 10%。

图3、全球贸易增长率（截至2010年8月）



资料来源：CPB，华泰联合证券研究

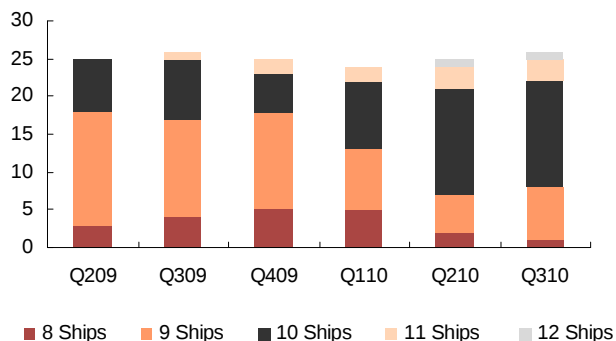
图4、全球出口贸易量增长



资料来源：CPB，华泰联合证券研究

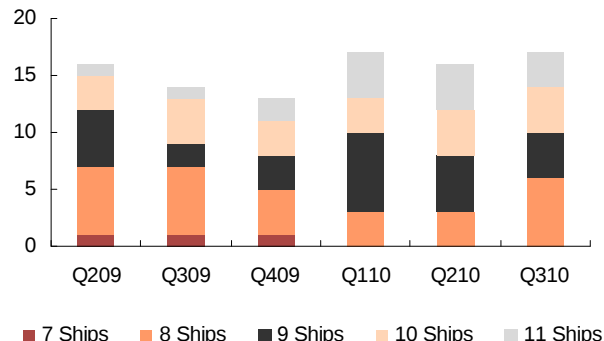
同时，行业在船舶减速方面的协作亦超越了市场的预期。我们在深度报告《集运企业的战略合作》（2010/03/17）中曾提及，行业步入盈利阶段后，加速航行将提升船队的整体盈利，因此集运企业间的协作意愿可能被弱化。但观察2010年二、三季度的分航线数据，企业间加船减速的默契并未被打破。与一季度相比，亚欧航线的单航线平均船数由9.3条上升至9.8条，美东线则由8.6条上升为9.1条。

图5、亚洲 - 欧洲航线加船减速



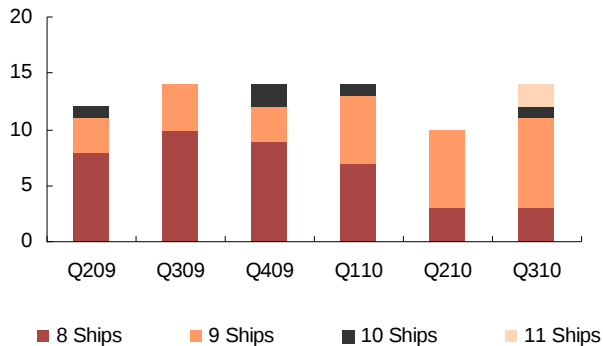
资料来源：Drewry，华泰联合证券研究

图6、亚洲 - 地中海航线加船减速



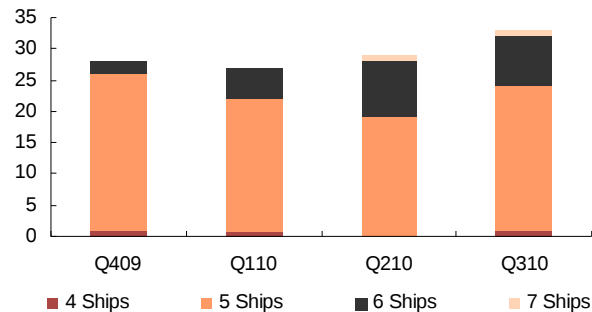
资料来源：Drewry，华泰联合证券研究

图7、亚洲 - 美东航线加船减速 (经巴拿马运河)



资料来源: Drewry, 华泰联合证券研究

图8、亚洲 - 美西航线加船减速

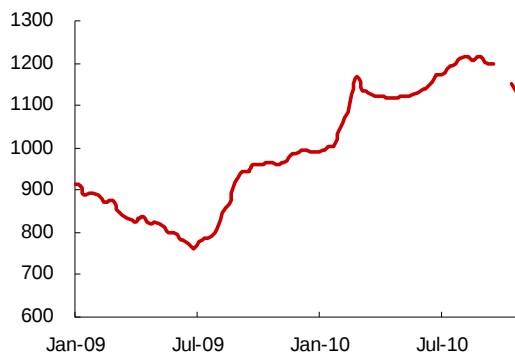


资料来源: Drewry, 华泰联合证券研究

市场运价现状

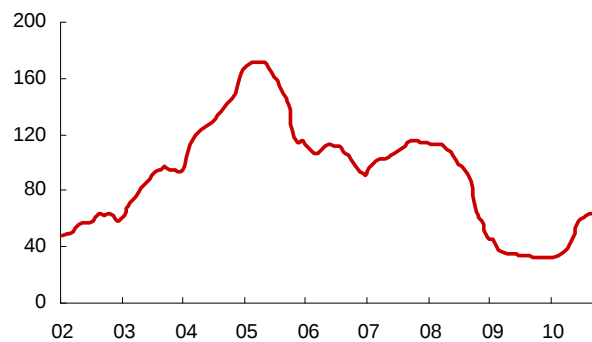
9月以来,上海航交所统计的多条出口集装箱航线运价指数均有不同程度的下跌,我们判断其与今年运输旺季的提前结束有关。我们认为四季度船公司协作稳定运价的意愿决定了集装箱运输价格的走向。鉴于季节性因素的影响,我们预计中海集运四季度毛利率水平将大幅下降。

图9、中国出口集装箱运价综合指数



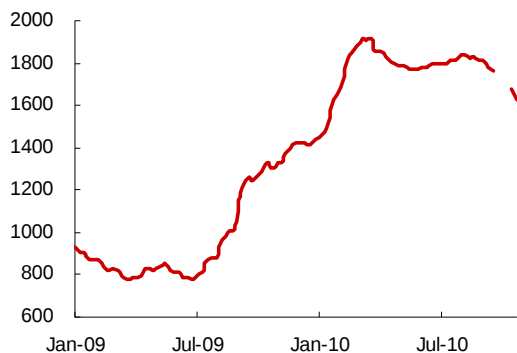
资料来源: 煤炭资源网, 华泰联合证券研究

图10、Clarkson Container TC Index



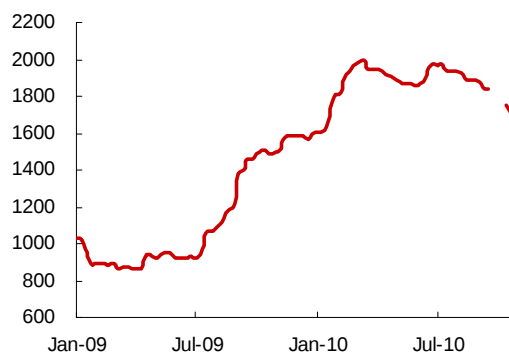
资料来源: 煤炭资源网, 华泰联合证券研究

图11、 中国出口集装箱运价指数 - 欧洲



资料来源：煤炭资源网，华泰联合证券研究

图12、中国出口集装箱运价指数 - 地中海



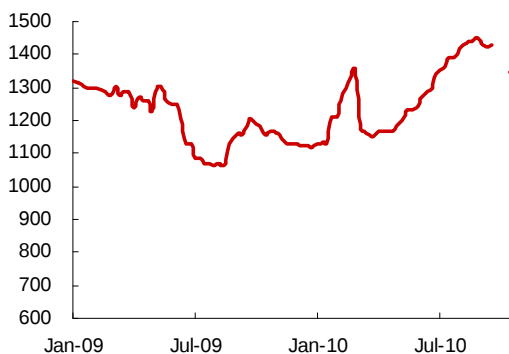
资料来源：煤炭资源网，华泰联合证券研究

图13、 中国出口集装箱运价指数 - 美西



资料来源：煤炭资源网，华泰联合证券研究

图14、中国出口集装箱运价指数 - 美东



资料来源：煤炭资源网，华泰联合证券研究

盈利预测调整及评级

我们略上调 2010 年的 EPS 至 0.31 元，包含的假设是四季度实现约 5% 的毛利率，及四季度仍保持较低的有效税率。我们维持 2011 年 EPS0.42 元的预测，基于的假设是运量 8% 的同比增长和运价 6.5% 的同比增长。目前公司的股价约相当于 10.4x 2011PE。

我们维持公司的“增持”评级，延续我们在公司首次评级《乍暖还寒，景气在望》（2010/08/04）中的推荐逻辑：集运行业的供给调整已经进行的相对充分，未来 2-3 年行业的景气程度将得以不断提升。

表4、 集运行业 2010-2013 年供需预测

	2010E	2011E	2012E	2013E
年初运力	12,895	13,913	15,088	16,243
现有运力	13,785			
订单余额	426	1,822	1,556	579
占比 (%)	3%	13%	10%	4%
订单取消或推迟	127.7	546.6	311.3	0.0
取消、推迟比例 (%)	30%	30%	20%	0%
拆解	170.0	100.0	90.0	90.0
年末运力	13,913	15,088	16,243	16,732
运力增速	7.9%	8.4%	7.7%	3.0%
需求增速	13.5%	8.8%	9.3%	9.5%

数据来源：Clarkson，华泰联合证券研究

投资风险

公司的投资风险来自于：1）全球经济复苏缓慢、甚至出现反覆，导致需求增速低于预期；2）集运行业因盈利提升而引致大量新船订单出现，威胁未来 2-3 年的供给；3）指数的系统性风险。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	9556	11798	14216	15841	营业收入	19938	34585	39695	42907
现金	6937	8132	10232	11546	营业成本	25419	30039	32532	34702
应收账款	1372	2348	2695	2913	营业税金及附加	197	97	119	129
其他应收款	72	163	187	202	营业费用	0	0	0	0
预付账款	90	150	163	174	管理费用	715	735	754	815
存货	874	751	651	694	财务费用	81	260	321	291
其他流动资产	211	254	290	312	资产减值损失	-38	-25	0	0
非流动资产	34780	36242	40354	40959	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	205	85	105
固定资产	26065	26801	33030	36521	营业利润	-6379	3685	6054	7075
无形资产	126	126	126	126	营业外收入	48	55	58	61
其他非流动资产	7189	7873	5713	2783	营业外支出	118	10	11	11
资产总计	44335	48039	54571	56800	利润总额	-6449	3730	6101	7125
流动负债	7620	6462	7004	6993	所得税	22	75	1220	1425
短期借款	137	195	201	207	净利润	-6472	3655	4881	5700
应付账款	4110	4205	4554	4858	少数股东损益	17	15	18	20
其他流动负债	3373	2061	2248	1928	归属母公司净利润	-6489	3640	4863	5680
非流动负债	10737	11932	13046	9593	EBITDA	-4739	5301	7979	9301
长期借款	8352	9602	10652	7152	EPS (元)	-0.56	0.31	0.42	0.49
其他非流动负债	2385	2330	2394	2441					
负债合计	18357	18393	20050	16586	主要财务比率				
少数股东权益	752	767	785	805		2009	2010E	2011E	2012E
股本	11683	11683	11683	11683	成长能力				
资本公积	17178	17178	17178	17178	营业收入	-43.4%	73.5%	14.8%	8.1%
留存收益	-3003	637	5500	11180	营业利润	-5750.6%	-42.2%	64.3%	16.9%
归属母公司股东权益	25227	28879	33736	39410	归属于母公司净利润	-4917.7%	-43.9%	33.6%	16.8%
负债和股东权益	44335	48039	54571	56800	获利能力				
					毛利率(%)	-27.5%	13.1%	18.0%	19.1%
					净利率(%)	-32.5%	10.5%	12.3%	13.2%
					ROE(%)	-25.7%	12.6%	14.4%	14.4%
					ROIC(%)	-20.7%	9.8%	13.8%	15.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	41.4%	38.3%	36.7%	29.2%
					净负债比率(%)	60.34%	59.53%	60.50%	49.54%
					流动比率	1.25	1.83	2.03	2.27
					速动比率	1.14	1.71	1.94	2.17
					营运能力				
					总资产周转率	0.42	0.75	0.77	0.77
					应收账款周转率	10	18	15	15
					应付账款周转率	6.40	7.22	7.43	7.37
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	-0.56	0.31	0.42	0.49
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.30	0.35	0.59	0.68
					每股净资产(最新摊薄)	2.16	2.47	2.89	3.37
					估值比率				
					P/E	-7.78	13.9	10.4	8.9
					P/B	2.00	1.75	1.50	1.28
					EV/EBITDA	-12	11	7	6

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@lhzq.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@lhzq.com