

航运 III

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 孙敏

S0960110080124

0755-82026710

sunmin@cjis.cn

6-12个月目标价: 6.20元

当前股价: 4.48元

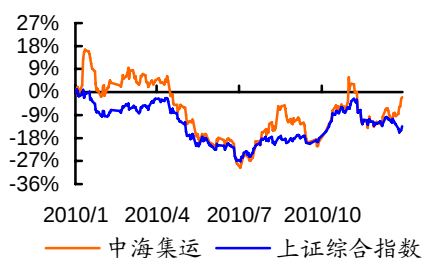
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2808.08
总股本(百万)	11683
流通股本(百万)	11449
流通市值(亿)	513
EPS (TTM)	0.19
每股净资产(元)	2.22
资产负债率	41.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中海集运	13.42	21.74	32.94
上证综合指数	-0.43	5.74	17.08



相关报告

《中海集运-受益行业好转, 集运行业寡头步入上行通道》2010-11-5

中海集运

601866

强烈推荐

全产业链、成本控制与运力决策提升价值

2010年12月20日, 我们拜访了中海集装箱运输股份有限公司, 董事会秘书办公室工作人员谢佳女士负责接待。我们就市场关心的一些问题和公司进行交流。

- **公司正在积极构建集运业全产业链综合物流服务。**公司认同集运业的价值在于能够提供优质高效的综合物流价值链, 公司目前也在致力于构建海铁联运精品物流链, 主要负责部门是多式联运部, 通过与铁路、公路等相关陆上运营部门签订合作框架协议, 实现对客户提供完善的综合物流服务。同时公司通过一系列收购活动延伸集运业产业链, 预计未来集团会将物流资产逐步注入上市公司, 届时, 专业的综合物流服务提供商将成为公司最大的看点。
- **公司倾向于采取合作和控制成本的方式来对抗危机。**首先, 相较于参加班轮公会, 中海集运更倾向于采取合作方式来对抗危机, 这样可以确保船舶运营的高效率, 及时根据航线运营情况进行运力配置。目前公司与中远、达飞轮船等世界集运船东通过共同投船、互换舱位等合作方式对抗危机, 取得了一定效果。第二, 公司成本控制措施得当, 通过超低航速、锁定油价等方式有效控制了燃油成本, 同时优化航线配置、与港口加大谈判力度有效降低了航程成本和港口费用等。
- **目前港口费率上调对公司盈利影响较小。**公司可以获得港口方面较高的费率折扣, 费率调整对公司装卸成本影响较小。
- **低点造船, 规模进一步扩大, 资本支出压力减轻。**公司船队规模总计约50万TEU, 在手订单16艘, 14.68万TEU, 其中于低迷时期2009年3月26日签订了8艘4250TEU的巴拿马型船, 这一低点造船决策不仅扩大了船队规模, 而且可以有效降低利息支出和折旧成本, 增大未来盈利空间。
- **对新兴市场加大运力投放。**目前新兴市场成为集运需求的最新增长极, 公司目前也正在加大对南美、非洲、东欧、中东等地区的运力投放, 预计未来这些市场的运力和航线密度都会增厚, 成为增长主要源泉。
- **维持“强烈推荐”评级。**预计2010-2011年营业利润分别为38.44、48.30、60.53亿元, 年均增速约28%, 上调EPS至0.33、0.41、0.51元。
- **风险提示:**需求增速低于预期; 运力增长超预期。

主要财务指标

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	19938	38630	48892	60602
收入同比(%)	-43%	94%	27%	24%
归属母公司净利润	-6489	3819	4798	6013
净利润同比(%)	-4918%	100%	26%	25%
毛利率(%)	-27.5%	14.8%	14.9%	15.0%
ROE(%)	-25.7%	13.1%	14.1%	15.0%
每股收益(元)	-0.56	0.33	0.41	0.51
P/E	-8.34	14.17	11.27	9.00
P/B	2.14	1.85	1.59	1.35
EV/EBITDA	-13	10	8	6

资料来源: 中投证券研究所

2010年12月20日，我们拜访了中海集运，董事会秘书办公室投资关系科工作人员谢女士负责接待，我们就投资者关心的问题与谢女士进行了交流，主要内容如下。

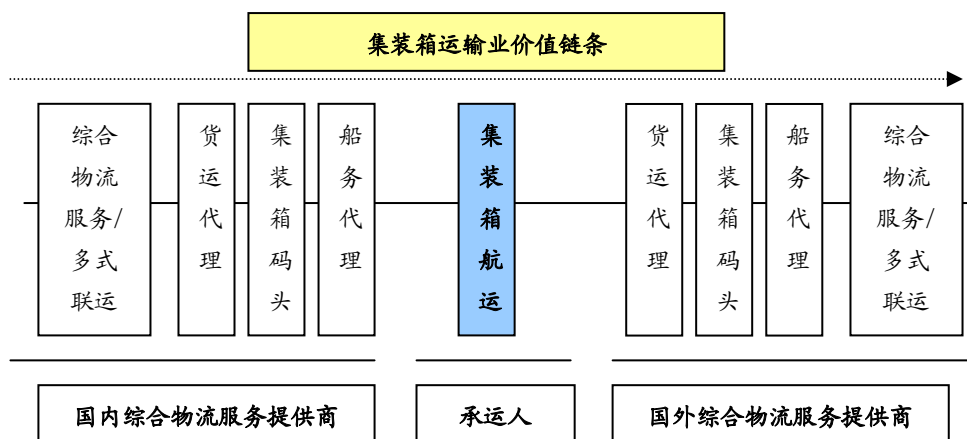
1. 公司正在积极构建海铁联运精品物流链

公司认同集运业的价值在于能够提供优质高效的综合物流价值链，公司目前也在致力于构建海铁联运精品物流链，主要负责部门是多式联运部。在“门”到“门”（D TO D）的综合物流服务中，公司可以提供完善的国内综合物流服务，通过与铁路、公路等相关陆上运营部门签订合作框架协议，实现对国内客户提供完善的综合物流服务。但在国外，由于国别限制，这一目的还没有完全实现，因此，目前主要运营方式是国内的“门”到国外的“港”。

公司目前完成的措施主要包括：积极延伸和发展集装箱产业链，收购了中海码头发展有限公司（「中海码头」）、上海中海洋山国际集装箱储运有限公司（「中海洋山」）及中海（洋浦）冷藏储运有限公司（「中海洋浦」），并积极着手上海仁川国际渡轮有限公司（「上海仁川」）等资产的收购工作，已签订收购上海仁川的股权转让协议。

这一系列收购使精品多式联运物流链不断完善，我们预计，未来集团资产中的物流资产会逐步注入上市公司，届时公司将成为全产业链的综合物流服务提供商。

图 1 集装箱运输业综合价值链条



资料来源：中投证券研究所

2. 公司倾向于采取合作方式对抗危机

集运业属于自律性很强的航运子行业，主要表现在：一是参加班轮公会，二是船东之间加强合作。

相较于参加班轮公会，中海集运更倾向于采取合作方式来对抗危机，比如共同开辟运营航线或互换舱位等。这样公司可以更加灵活地进行运力调控，而不是必须经过班轮公会成员同意之后才能调控运力。公司这一经营策略可以确保船舶运营的高效率，及时根据航线运营情况进行运力配置。

目前公司的合作方包括世界上各大船东，包括中远集运、韩进海运、长荣海运、赫伯罗德、东方海外、法国达飞轮船等等。其中主要的方式见表。

表 1 航线合作

合作方	合作航线	合作方式
台湾长荣海运	太平洋航线、欧洲航线	共同投船、互换舱位
法国达飞（CMA CGM）	欧洲航线	共同投船
赫伯罗德（Hapag-Lloyd）	澳洲航线	互换舱位
阿拉伯联合国家轮船（USAC）	远东/地中海航线	共同投船
	中东航线	互换舱位

资料来源：公司资料，中投证券研究所。

3. 成本控制得当

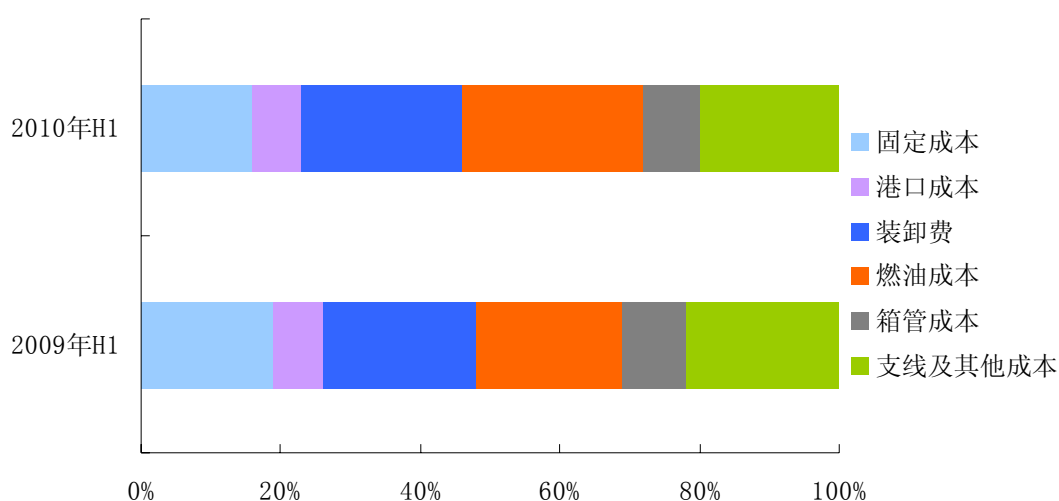
在行业低点时期，能否进行有效的成本控制是行业盈利的关键。公司目前进行的控制措施和效果主要包括：

表 2 航线合作

成本项目	措施	效果
燃油成本	超低航速、锁定油价 72 万吨	每 TEU 燃油成本升 34%，低于 68% 的油价涨幅
箱管成本	低点购箱	每 TEU 箱管成本上涨 1.9%，低于价格涨幅
中转成本	优化中转航线	
港口成本	争取最低港口费率	每 TEU 港口费下降 2.5%

资料来源：公司资料，中投证券研究所。

图 2 成本构成比例的变化



资料来源：公司资料，中投证券研究所。

4. 国内港口费率上调对装卸成本影响较小

国内港口施行阶梯式收费，目前港口费率上调主要是针对最低梯队，而公司货物吞吐量占各内贸港口的比例位居前列，可获取较大幅度的折扣，因此，

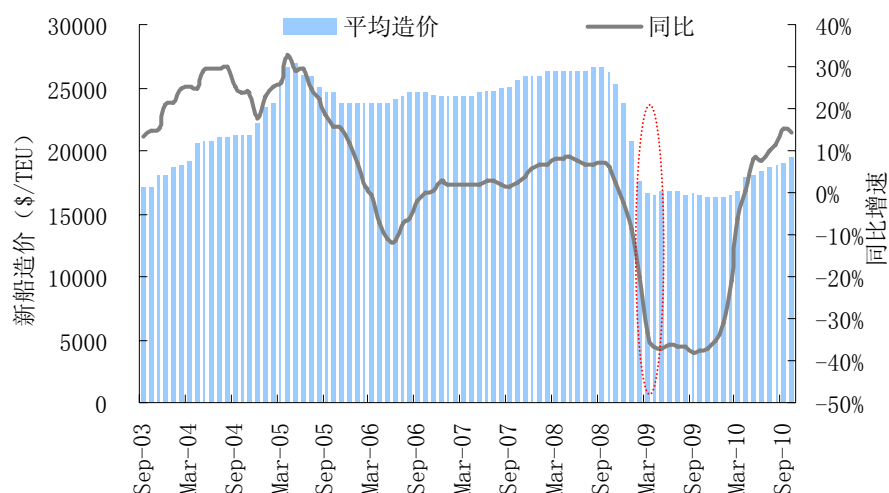
公司认为费率调整对公司装卸成本的影响并不大。

5. 低点造船，规模扩大

公司船队规模总计约 50 万 TEU，其中 56%是自有运力，44%租入运力，租入运力大多在 2002-2003 年集运业比较低迷的时期以较低的租金租入的，租期条款是“10+2”，即租期为 10 年，同时有 2 年的缓冲器，可以说，公司的租入运力成本具有一定的优势。

这部分租入运力将于 2012-2013 年相继到期，为了应对租入运力到期对公司船队的冲击，公司于 2009 年 3 月 26 日签订了 8 艘 4250TEU 的巴拿马型船，合同金额是 5.6 亿美元，每艘造价 6998 万美元。公司造船时点是航运业最为低迷的时期，这一船舶投资决策可以有效降低利息支出和折旧成本，增大未来盈利空间。

图 3 集运业新船造价情况

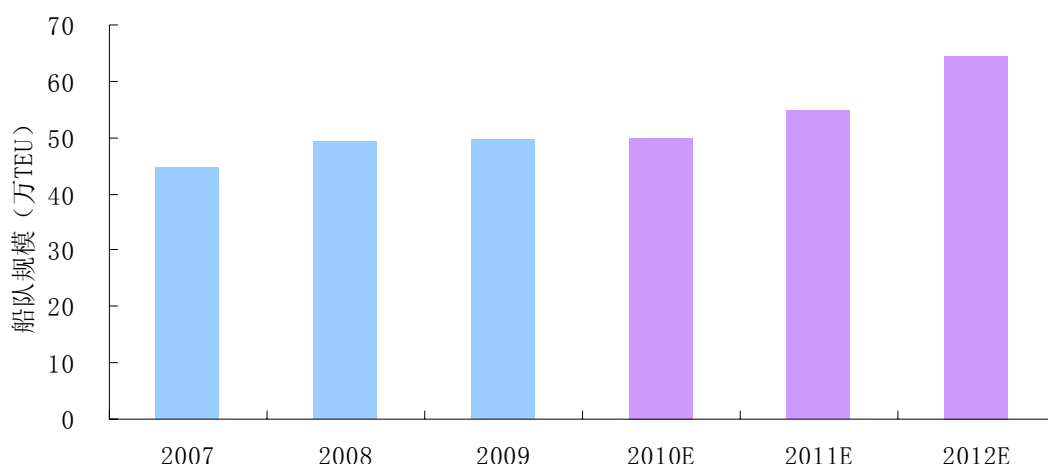


资料来源：公司资料，中投证券研究所。

另外，公司还有 8 艘超巴拿马型船在建，每艘规模为 1.41 万 TEU，这 8 艘超大型集装箱船是 2007 年 8 月 8 日签订合同的，每艘金额是 1.7 亿美元，总金额 13.6 亿美元，预计交付时间在 2012 年 5 月前，其船价是相对高点，但由于该时期同属于整个行业的缔约高峰，我们认为，这并不会对公司业绩有太大影响。

随着船舶的陆续交付，公司船舶运力将由目前的约 50 万 TEU 增加到 2012 年的 64.38 万 TEU，船队规模进一步扩大。

图 4 公司船队规模变化情况



资料来源：公司资料，中投证券研究所。

6. 对行业未来的展望

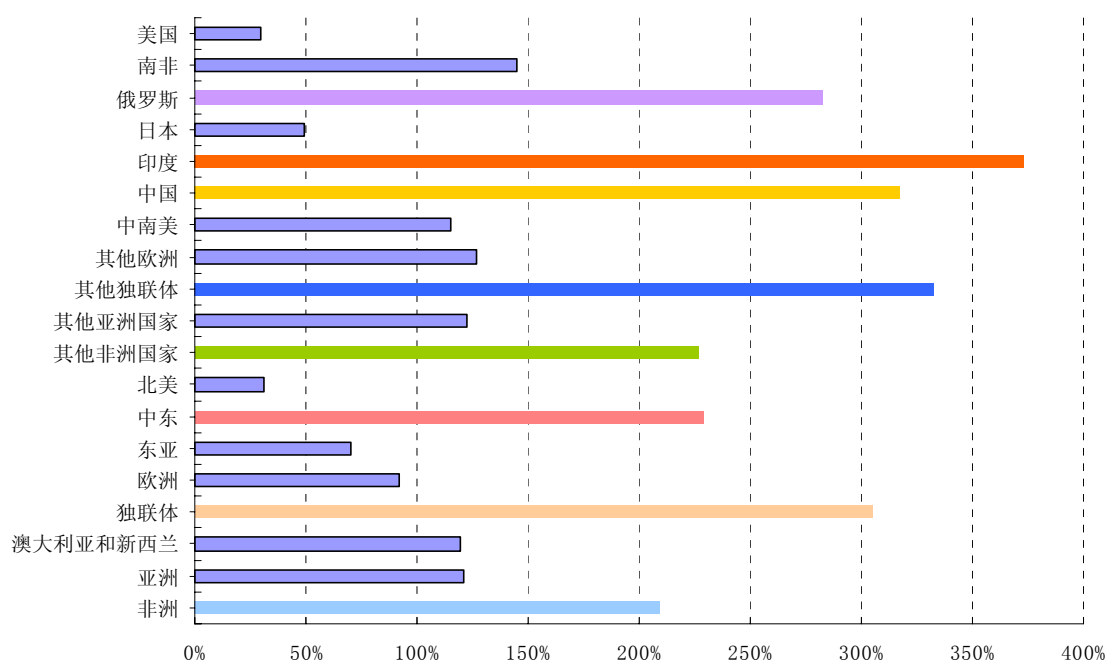
公司预计世界集装箱海运贸易量增长 7-8%，低于我们的预期，而投放运力增长约 8%，供需基本均衡。目前全球集运闲置运力 2.5%，3 季度的旺季过后，近期闲置运力略有上升。但考虑到船舶交付在三季度较多，同时超低航速的运用可以有效消化 2-3% 的运力，预计明年市场下行的压力较小，维持平稳的可能性较大。

公司的闲置率低于全球水平，约为 2%，由于有内贸市场作为公司运力调控的蓄水池，同时超低航速的施行，我们预计这 2% 的闲置运力对公司不会构成压力。

7. 公司正加强对新兴市场的运力投放

公司目前正在逐步加强对新兴市场的运力投放。目前世界经济出口增长极的转移情况是：欧美日韩等发达国家和地区已经步入稳定增长期，而新兴国家则呈现迅猛的增长势头（见图 5）。为了更好把握市场，公司已经逐步加强对南美、非洲、中东和东欧等地区的运力投放。预计未来两到三年，这些市场的航线密度将逐步增厚，成为利润新的增长源泉。

图 5 2000-2009 年世界主要国家与地区出口增长率



资料来源：中投证券研究所。

8.投资评级及风险提示

我们维持公司“强烈推荐”评级。预计 2010-2011 年营业利润分别为 38.44、48.30、60.53 亿元，年均增速约 28%，上调 EPS 预测至 0.33、0.41、0.51 元/股。

风险提示：

1. 需求增速低于预期；
2. 船舶交付超预期；
3. 经济复苏进程出现反复。

附：财务预测表

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	18879	22966	29619	营业收入	19938	38630	48892	60602
现金	6937	13437	15083	19870	营业成本	25419	32903	41590	51485
应收账款	1372	3863	5867	7272	营业税金及附加	197	116	147	182
其他应收款	72	116	177	209	营业费用	0	0	0	0
预付账款	90	148	181	220	管理费用	715	1159	1467	1818
存货	874	987	1248	1545	财务费用	81	518	522	591
其他流动资产	211	328	410	504	资产减值损失	-38	0	0	0
非流动资产	34780	33643	35965	37973	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	1399	1650	1600	1600	投资净收益	57	200	200	200
固定资产	26065	28270	32428	35329	营业利润	-6379	4134	5367	6726
无形资产	126	126	126	126	营业外收入	48	50	0	0
其他非流动资产	7189	3597	1811	918	营业外支出	118	6	0	0
资产总计	44335	52522	58932	67592	利润总额	-6449	4178	5367	6726
流动负债	7620	9841	8882	8868	所得税	22	334	537	673
短期借款	137	0	0	0	净利润	-6472	3844	4830	6053
应付账款	4110	7239	6238	6178	少数股东损益	17	25	32	40
其他流动负债	3373	2602	2643	2690	归属母公司净利润	-6489	3819	4798	6013
非流动负债	10737	12729	15267	17888	EBITDA	-4739	6046	7517	9209
长期借款	8352	10348	12886	15507	EPS (元)	-0.56	0.33	0.41	0.51
其他非流动负	2385	2381	2381	2381	主要财务比率				
负债合计	18357	22569	24148	26756	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	752	777	809	849	成长能力				
股本	11683	11683	11683	11683	营业收入	-43.4%	93.8%	26.6%	23.9%
资本公积	17178	17178	17178	17178	营业利润	-5750.6%	100.0%	29.8%	25.3%
留存收益	-3003	816	5614	11627	归属于母公司净利	-4917.7%	100.0%	25.7%	25.3%
归属母公司股东权益	25227	29176	33974	39987	获利能力				
负债和股东权益	44335	52522	58932	67592	毛利率(%)	-27.5%	14.8%	14.9%	15.0%
现金流量表					净利率(%)	-32.5%	9.9%	9.8%	9.9%
单位: 百万元					ROE(%)	-25.7%	13.1%	14.1%	15.0%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	-20.7%	14.8%	15.3%	17.1%
经营活动现金流	-3460	6029	3380	6457	偿债能力				
净利润	-6472	3844	4830	6053	资产负债率(%)	41.4%	43.0%	41.0%	39.6%
折旧摊销	1559	1394	1628	1892	净负债比率(%)	60.34%	53.82%	60.82%	64.68%
财务费用	81	518	522	591	流动比率	1.25	1.92	2.59	3.34
投资损失	-57	-200	-200	-200	速动比率	1.14	1.82	2.45	3.17
营运资金变动	1265	396	-3401	-1880	营运能力				
其他经营现金	164	77	0	0	总资产周转率	0.42	0.80	0.88	0.96
投资活动现金流	-1413	-59	-3750	-3700	应收账款周转率	10	15	10	9
资本支出	1316	0	4000	3900	应付账款周转率	6.40	5.80	6.17	8.29
长期投资	-92	251	-50	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	-189	192	200	200	每股收益(最新摊薄)	-0.56	0.33	0.41	0.51
筹资活动现金流	119	530	2016	2030	每股经营现金流(最新)	-0.30	0.52	0.29	0.55
短期借款	-1417	-137	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.16	2.50	2.91	3.42
长期借款	4120	1996	2538	2621	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	-8.34	14.17	11.27	9.00
资本公积增加	-3	0	0	0	P/B	2.14	1.85	1.59	1.35
其他筹资现金	-2581	-1330	-522	-591	EV/EBITDA	-13	10	8	6
现金净增加额	-4750	6500	1646	4787					

资料来源：中投证券研究所。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 6 年证券行业从业经验。

孙敏, 中投证券研究所航运港口行业分析师, 国际航运管理学学士, 经济学博士, 2010 年 7 月加入中投证券。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司 研究所

公司网站:

<http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434

