

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: 4.44元

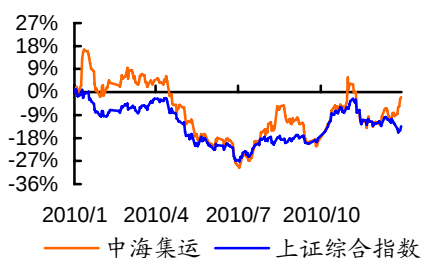
评级调整: 维持

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)	0.28
每股净资产(元)	1.83
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

《集运业深度报告: 供给周期高点已过, 产能过剩风险已充分消化》2010-1-6

《中海集运-全产业链、成本控制与运力决策提升价值》2010-12-20

《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

2010年业绩预计大幅超市场预期

2011年1月19日, 中海集运公布业绩预盈公告: 预计公司2010年度经营业绩实现大幅度增长, 盈利超预期。

公司认为: 2010年全球经济逐步向好, 航运市场走出经济危机的阴影, 出现恢复性增长。公司管理层带领全体员工, 抓住行业转暖良机, 紧扣市场脉动, 灵活调配资产, 优化航线布局及运力的分布, 深化精细化管理, 严控经营成本, 收益大幅提升。

我们认同公司在运力调控、航线布局和控制成本等方面的投资价值。

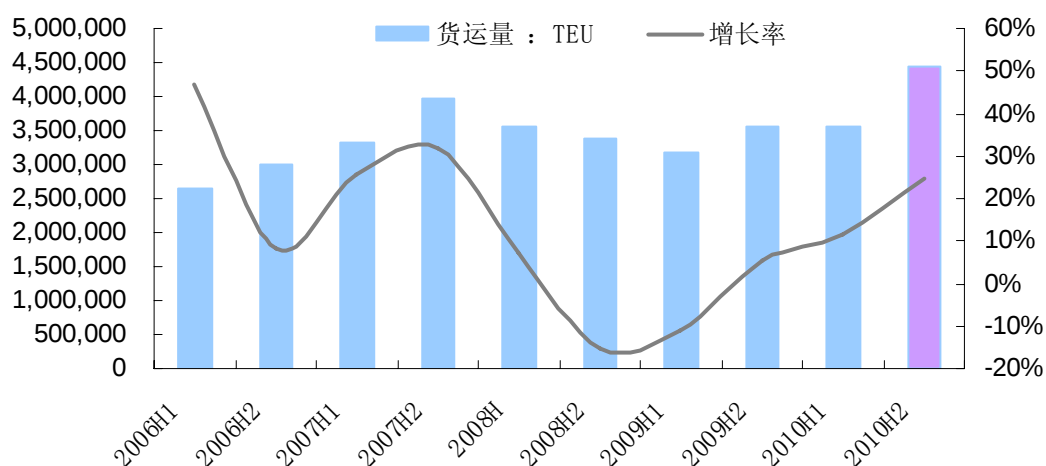
- **公司正在积极构建集运业全产业链综合物流服务。**集运业的价值在于能够提供优质高效的综合物流价值链, 公司目前也在致力于构建海铁联运精品物流链, 主要负责部门是多式联运部, 通过与铁路、公路等相关陆上运营部门签订合作框架协议, 实现对客户提供完善的综合物流服务。同时公司通过一系列收购活动延伸集运业产业链, 预计未来集团会将物流资产逐步注入上市公司, 届时, 专业的综合物流服务提供商将成为公司最大的看点。
- **采取合作方式可以灵活地对抗危机。**相较于参加班轮公会, 中海集运更倾向于采取合作方式来对抗危机, 这样可以确保船舶运营的高效率, 及时根据航线运营情况进行运力配置。目前公司与中远、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。
- **和控制成本的方式来对抗危机。**第一, 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。第二, 低点造船, 规模进一步扩大, 资本支出压力减轻。这一造船决策不仅扩大了船队规模, 而且可有效降低利息和折旧成本, 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, EPS预计分别为至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

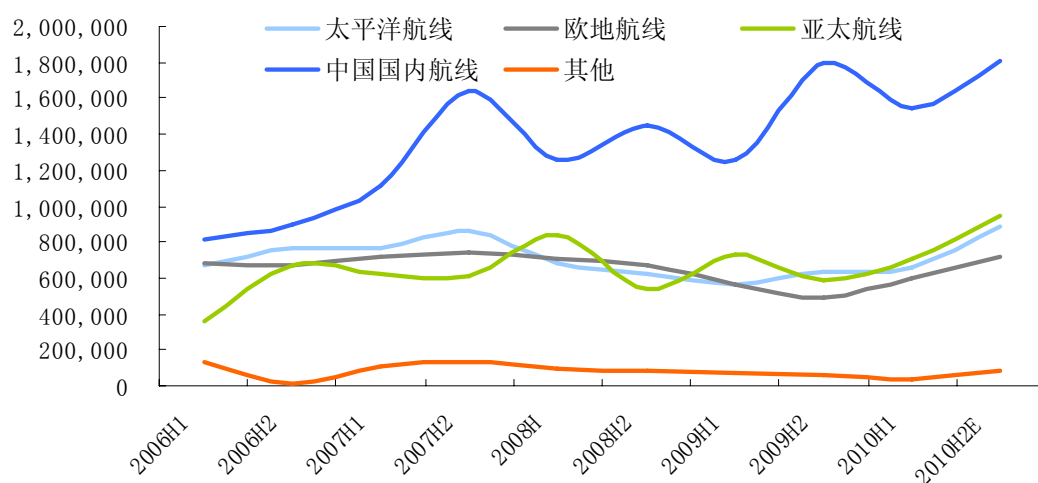
资料来源: 中投证券研究所

图 1 货运量及增长率



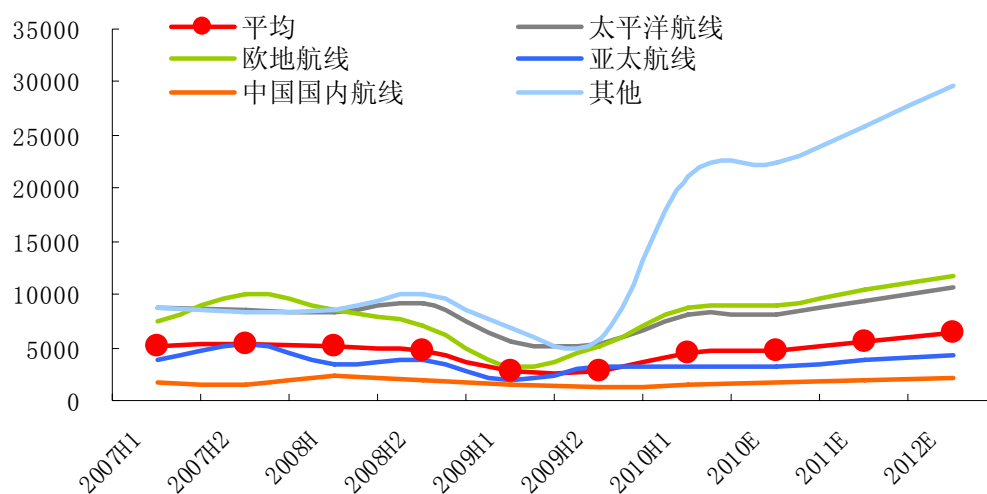
资料来源：公司资料，中投证券研究所。

图 2 分航线货运量



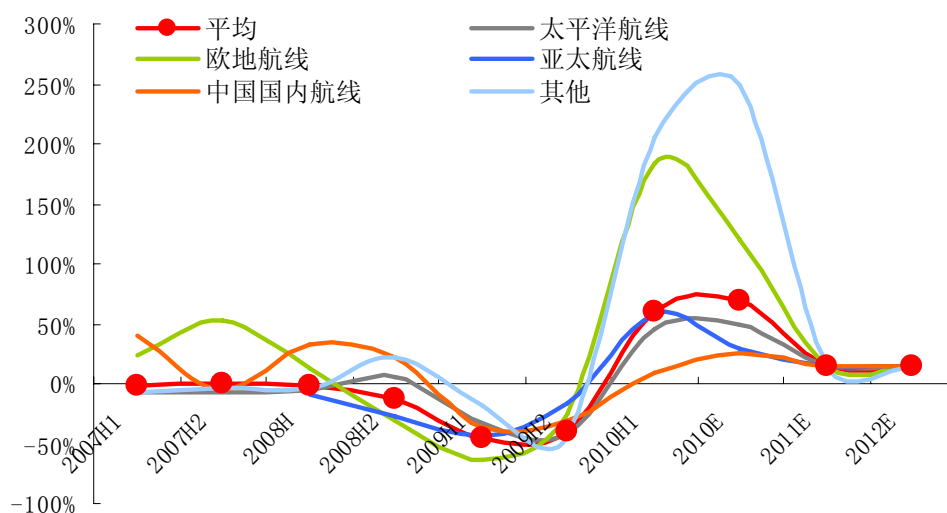
资料来源：公司资料，中投证券研究所。

图 3 分航线平均运价：元/TEU



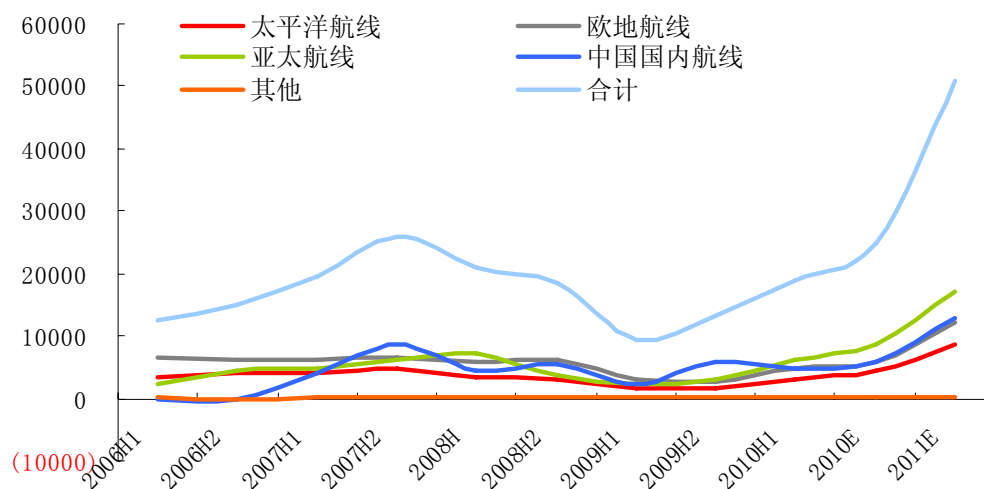
资料来源：公司资料，中投证券研究所。

图 4 分航线平均运价增长率



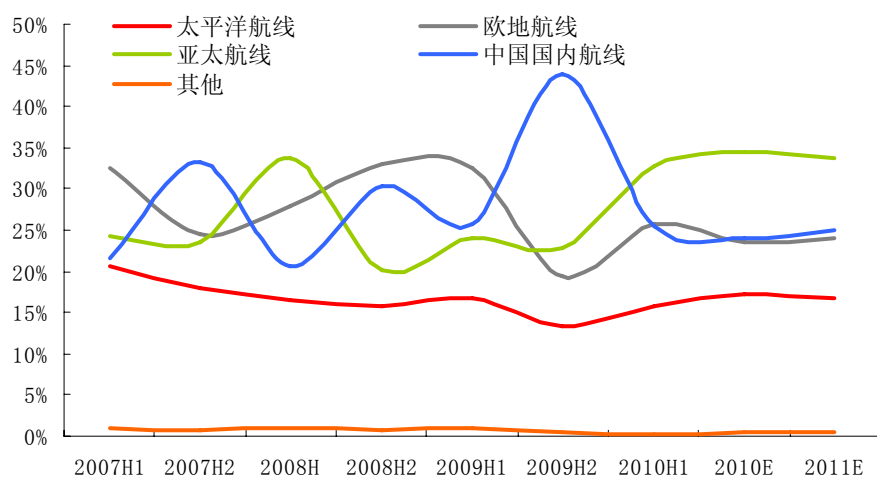
资料来源：公司资料，中投证券研究所。

图 5 分航线收入情况 (百万元)



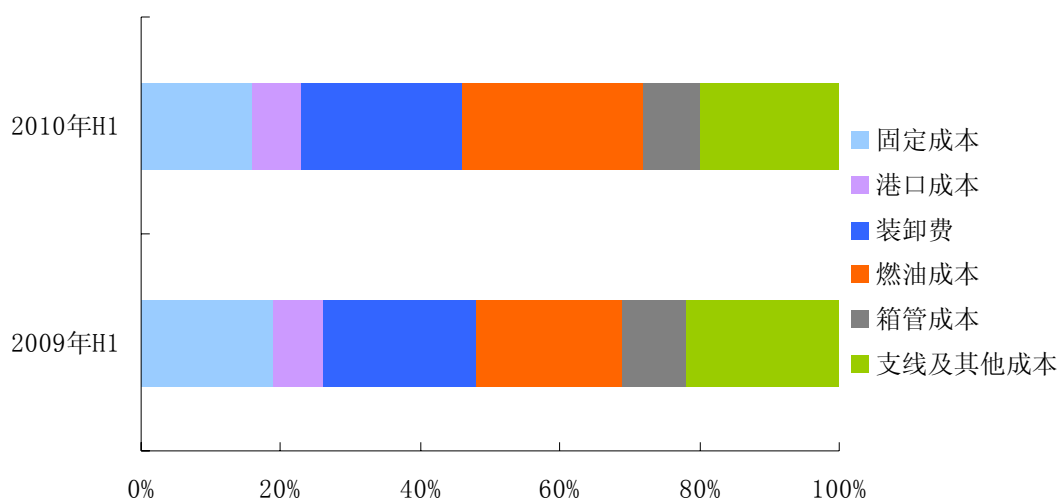
资料来源：公司资料，中投证券研究所。

图 6 各航线收入占比情况



资料来源：公司资料，中投证券研究所。

图 7 成本构成比例的变化



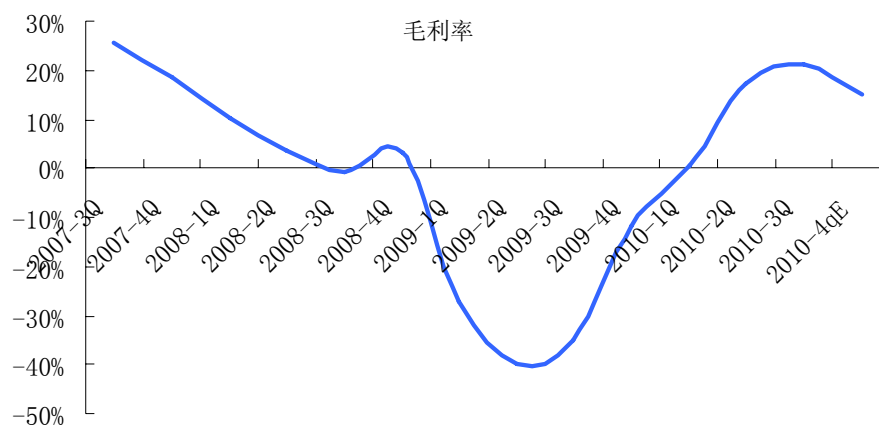
资料来源：公司资料，中投证券研究所。

表 1 码头服务收入与成本预测

码头服务：百万元	2009	2010H1	2010E	2011E
营业收入	251.42	147.71	347.67	440.03
占总收入的比重	1.26%	0.92%	0.90%	0.90%
营业成本	151.67	84.06	230.32	291.13
占总成本的比重	0.60%	0.59%	0.70%	0.70%
毛利率	39.67%	43.09%	33.75%	33.84%

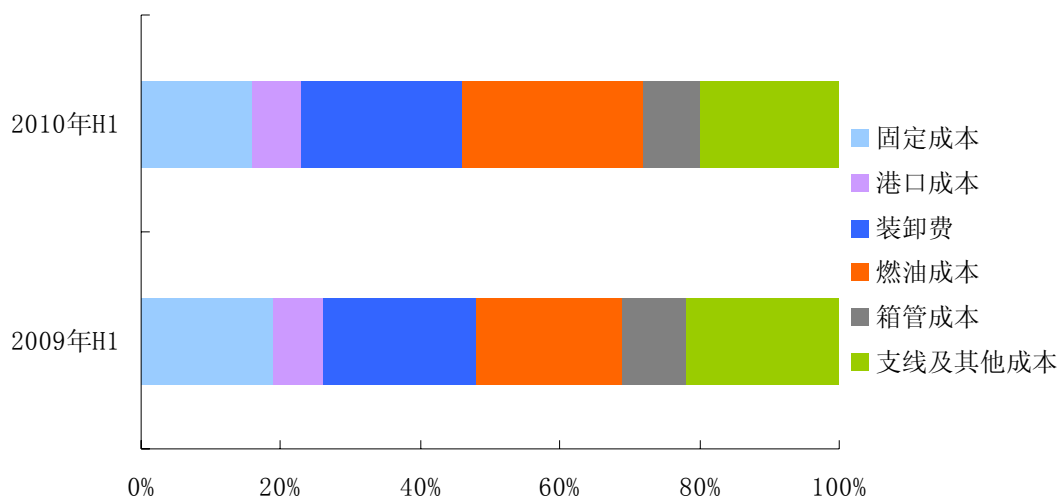
资料来源：公司资料，中投证券研究所。

图 8 综合毛利率变动情况



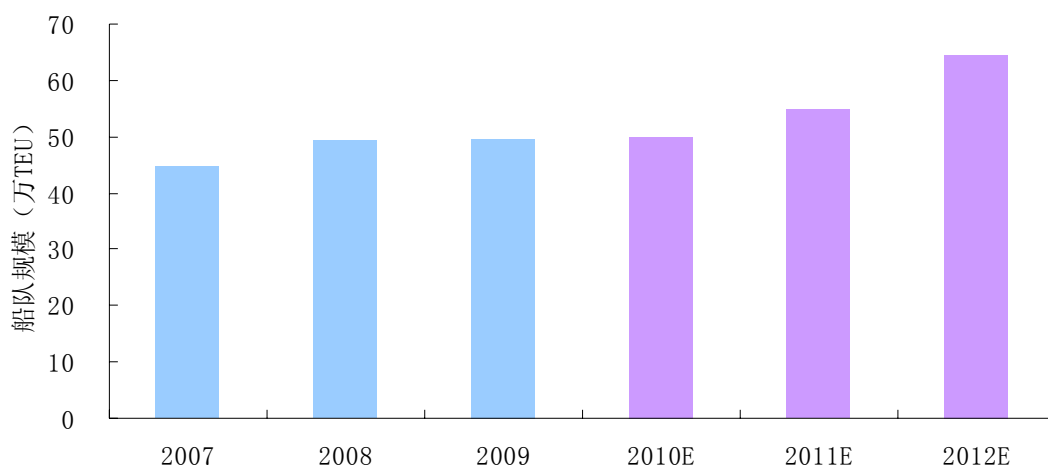
资料来源：公司资料，中投证券研究所。

图 9 成本构成比例的变化



资料来源：公司资料，中投证券研究所。

图 10 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。

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	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

