

证券研究报告—动态报告/公司快评

交通运输

港口航运

中海集运（601866）

谨慎推荐

（维持评级）

2011 年 3 月 25 日

运价将结束下滑，油价影响盈利复苏

证券分析师： 岳鑫 0755-82130432 yuexin@guosen.com.cn

证券分析师： 郑武 0755-82130422 zhengwu@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书

编码：S0980510120015

证券投资咨询执业资格证书

编码：S0980510120022

事项：

2011 年一季度燃油价格均值较 2010 年上涨 25%，亚欧航线一季度 SCFI（上海出口集装箱运价指数）均值同比下滑 38%。

评论：

■ 下调公司 2011 年业绩预测至 0.20 元/股

2011 年一季度燃油价格的涨幅，以及欧线运价的调整幅度都超出了我们的预期，并加速了集运业盈利的下滑速度。

我们对中海集运盈利模型中的关键假设进行调整，将公司 2011 年 EPS 由 0.31 元下调至 0.20 元。

需要提示的是，我们对运价的新假设并不悲观，详见下表。

图表 1：中海集运 2011 年盈利预测关键假设调整

	原假设（2010 年 12 月）	新假设
欧线运价均值同比增速	-2%	-10%
美线运价均值同比增速	-2%	+1%
燃油价格均值同比增速	+5%	+20%
EPS（元/股）	0.31	0.20

资料来源：国信证券经济研究所

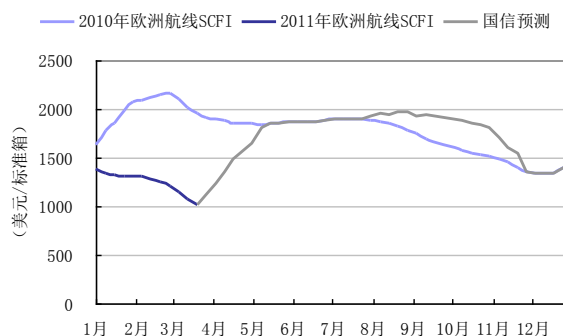
■ 运价假设：欧美航线运价的走势预测并不悲观

关于欧美航线运价走势的两点假设：

- （1） 假设欧美航线运价将在未来的 1 个月内快速回升至去年同期水平。
- （2） 假设欧美航线 8-11 月的旺季运价将较去年同比增长 8-12%。

根据以上两点假设进行测算，欧线 2011 年运价均值较 2010 年下滑 10%，美线与去年基本持平。如果近期的大船交付延迟能够继续，2011 年的旺季，可能不会像 2010 年那样提前结束。

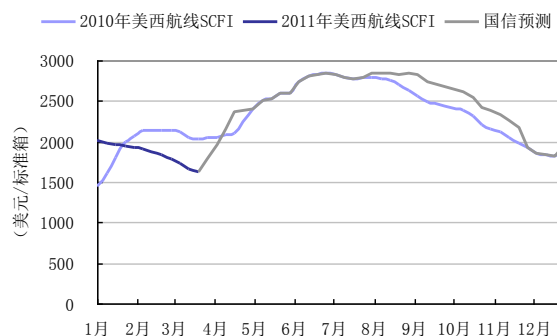
图表 2：亚欧航线 2011 年一季度运价均值同比下滑 38%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

备注：图中灰线为国信证券对欧洲航线 2011 年运价的走势预测。

图表 3：美西航线 2011 年一季度运价均值同比下滑 6%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

备注：图中灰线为国信证券对美西航线 2011 年运价的走势预测。

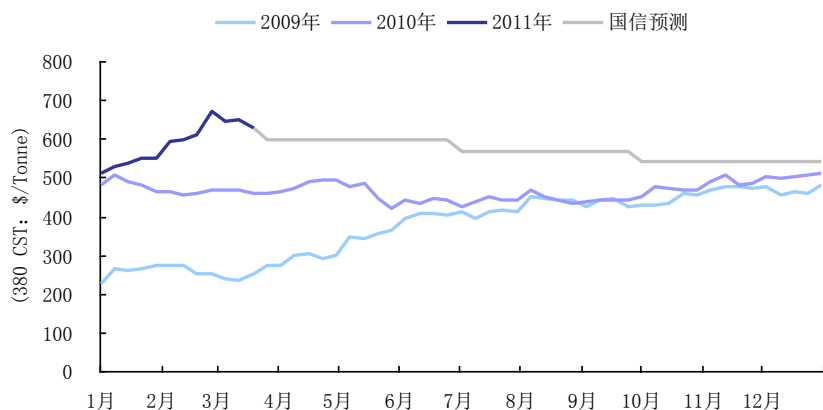
■ 燃油价格假设：2011 年燃油价格高位运行

关于燃油价格走势的假设：假设燃油价格未来将维持在高位运行，并逐步小幅回落。

根据以上假设进行测算，燃油价格 2011 年全年增速仍将在 20% 以上。

虽然集运公司可以通过增收燃油附加费对冲油价风险，但在目前行业存在一定的运力过剩的情况下，燃油价格的上涨还是会降低 2011 年的毛利率。

图表 4：2011 年一季度燃油价格均值较 2010 年上涨 25%



资料来源：Clarkson，国信证券经济研究所

备注：图中灰线为国信证券对燃油价格 2011 年走势的预测。

■ 8000 箱以上大船交付出现放缓迹象

2011 年全市场 8000 箱以上大船计划交付 84 艘。其中，3 月至 7 月是大船计划交付高峰，占全年交付计划的 60%。

从 3 月份大船的交付情况来看，似乎交船速度有所放缓。

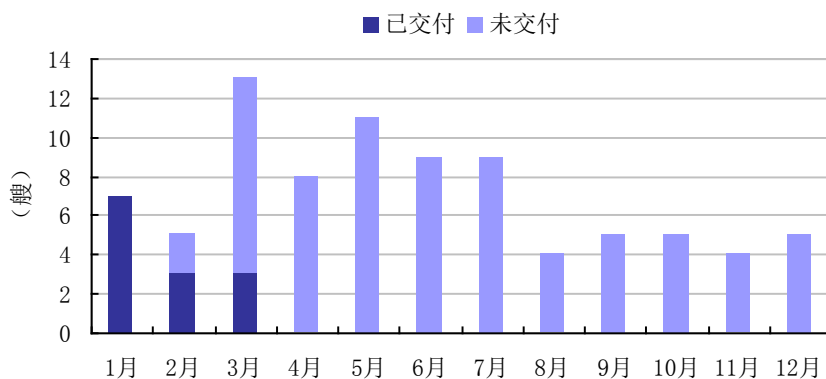
但目前我们尚不能因此判断欧美航线运力供给压力小于预期，仍需继续跟踪观察。

(1) 淡季的短期延期。淡季因素可能导致集运公司短期推迟接船，但实际上船只可能已完工，随时可以交付运营。

(2) 跨年度延期仍较少。根据我们的跟踪，截止 3 月 23 日，共有 9 艘大船调整了交付时间。其中，仅有 3 艘大船将交付时间由 2011 年延期至 2012 年及以后。（我们的运力供给测算模型中，假设 27% 的大船将跨年度延期）

(3) 统计更新滞后。Clarkson 对船舶数据的更新，将较实际情况存在一定的滞后。

图表 5：8000 箱以上大船较（数据更新截止 2011 年 3 月 23 日）



资料来源：Clarkson，国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。