



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年4月28日

航运

研究部

杨鑫, CFA

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080208020077

yangxin@cicc.com.cn

聂迪中

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010034

niedz@cicc.com.cn

推荐

中海集运 (601866.SH)

关注旺季交易机会

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	19,938	34,835	38,166	42,821
(+/-%)	(43.4)	74.7	9.6	12.2
毛利	(5679)	5014	3,700	4,910
(+/-%)	(580.1)	188.3	(26.2)	32.7
净利润	(6489)	4203	2463	3469
(+/-%)	(4917.7)	164.8	(41.4)	40.8
每股收益(元)	(0.56)	0.36	0.21	0.30
(+/-%)	(4917.7)	164.8	(41.4)	40.8
市盈率-A	-8.0	12.3	21.0	14.9
市净率-A	2.0	1.8	1.6	1.5
市盈率-H	-5.0	7.6	12.3	8.7
市净率-H	1.3	1.1	1.0	0.9
净负债权益比 (%)	23.5	9.8	9.3	6.4
净资产收益率 (%)	(25.7)	14.4	7.8	10.0

股票信息

H股	A股
2866.HK	股票代码 601866.CH
HK\$3.16	当前股价 Rmb4.42
HK\$4.50	目标价 n.a
26.4	日成交量(百万股) 31.7
HK\$4.11/2.30	52周最高价/最低价 Rmb5.45/3.14
3,751	其中:流通股(百万股) 2,337
	总股数(百万股) 11,683
11,853	总市值(百万港币/人民币) 35,060
	主要股东(持股比例) 中国海运(集团)公司 (47.89%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[601866.CH]	-2.43	-5.56	-6.95	-1.34
[上证指数]	-2.69	-1.94	+9.30	+4.20
[中金A股航运指数]	-0.44	+0.71	+3.05	+5.02

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

*报告贡献人: 夏雨 (xiayu@cicc.com.cn)

2011年一季度业绩基本符合预期:

中海集运一季度亏损 1.5 亿元 (经常性亏损 1.8 亿), 对应每股收益 -0.0125 元 (-0.152 元经常性每股收益), 是去年二季度以来的首次亏损。与去年四季度相比, 公司收入、毛利润、净利润分别环比下滑 13%、99%和 117%。

发展趋势:

今年旺季运价高点难超去年: 判断运价同比变化需要分析未来今年与去年供求有何不同。从需求来看, 今年 2-3 季度的运量预计比去年同期增长 10%左右; 从供给来看, 预计今年年中船队规模同比增长 9%左右, 但是去年年中约 7-8%的运力闲置而今年年中则可能只有 1-2%的运力闲置, 照此计算今年年中活跃运力同比增加 16%左右。因此以今年年中为时点来看, 行业的产能利用率不及去年同期 (100%以上), 或者说运力紧张程度不及去年同期。因此, 我们判断今年集运的运价高点应该不及去年。

全年净利润将低于去年: 2010 年 WTI 均值仅 80 美元, 2011 年以来 WTI 均值已近 100 美元。我们曾经测算燃油成本上涨可以侵蚀 0.17 元的每股收益 (3 月 30 日年报点评)。而港口装卸、保险等其他成本亦有上升。由于运价均值不及去年, 因此收入较难超过去年, 而成本上升将导致全年业绩会显著低于去年。

不过不可否认的是往后半年来看, 二三季度运价环比回升的确定性也较强: 判断运价环比走势需分析未来两个季度的供求关系走向。从需求来看, 参照季节性, 二三季度货量水平会比一季度约高 10%; 从供给来看, 根据现有运力投放安排, 三季末比一季末运力增加约 5%, 因此全行业在二三季度的舱位利用率会高于一季度。因此我们认为运价旺季反弹的确定性较强 (4 月 13 日公司简评)。目前欧线运价不足 1000 美元/TEU, 处于保本线下, 公司计划 5 月中旬提价 275 美元/TEU, 若成功提价可大体盈亏平衡, 而供求关系继续改善公司还可能继续上调。美线按照目前谈判有望达到 1900 美元/FEU, 也比目前 1600 美元/FEU 的现货价要高。

估值与建议:

未来半年运价反弹但油价走稳的概率较大, 因此我们仍认为股价在未来半年有交易机会: 中金公司大宗商品研究员预测未来油价继续大幅飙升的概率较低, 而旺季到来供需情况好转后, 油价成本更易向下传导。我们维持 2011-2012 年每股收益 0.21/0.30 元的假设不变, 目前 A 股和 H 股的市净率分别为 1.6x 和 1.0x, 和其他航运公司相比具有一定安全边际。后市应关注现货运价的反弹, 维持“推荐”的投资评级。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1：一季度业绩表格

(人民币百万元)	季度数据						
	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	QoQ	YoY
营业收入	6,633	9,407	11,325	7,469	6,526	-13%	-2%
营业成本	6,591	7,792	8,948	6,401	6,494	1%	-1%
毛利润	42	1,574	2,378	1,068	12	-99%	-71%
毛利率	1%	17%	21%	14%	0%		
管理费用	(175)	(168)	(183)	(230)	(193)	-16%	11%
财务费用	(112)	(31)	(60)	21	5	-78%	-104%
营业利润	(166)	1,385	2,157	834	(173)	-121%	4%
税前利润	(162)	1,395	2,174	913	(134)	-115%	-17%
净利润	(193)	1,379	2,154	863	(146)	-117%	-24%
净利润率	-3%	15%	19%	12%	-2%		
每股收益 (元)	(0.02)	0.12	0.18	0.07	(0.01)	-117%	-24%

资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 2：A 股航运公司估值表

国内 A 股公司	公司股票代码	股价	每股收益					市盈率				市净率				净资产收益率 (%)			
			2008	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
中远航运*	600428 CH Equity	7.60	1.11	0.08	0.20	0.29	0.49	94.8	37.8	26.4	15.4	3.0	2.8	2.4	2.2	3.2	7.5	9.2	14.0
中海集运*	601866 CH Equity	4.42	0.01	(0.56)	0.36	0.21	0.30	(8.0)	12.3	21.0	14.9	2.0	1.8	1.7	1.6	(25.7)	14.4	7.8	10.0
招商轮船*	601872 CH Equity	4.27	0.36	0.10	0.18	0.17	0.24	42.7	23.8	25.7	17.7	1.6	1.5	1.4	1.3	3.6	6.2	5.4	7.3
长航油运*	600087 CH Equity	5.78	0.37	0.00	0.01	0.04	0.11	2,197.1	1,053.8	149.6	52.8	2.1	2.2	2.1	2.0	0.1	0.2	1.4	3.8
中国远洋*	601919 CH Equity	9.76	1.06	(0.74)	0.66	0.30	0.35	(13.2)	14.7	32.5	28.0	2.3	2.1	2.0	1.9	(17.6)	14.2	6.1	6.7
宁波海运	600798 CH Equity	4.84	0.03	0.03	n.a	n.a	n.a	141.9	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
中海海盛	600896 CH Equity	6.50	0.03	0.03	n.a	n.a	n.a	216.7	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
长航凤凰	000520 CH Equity	5.40	(0.6)	(0.6)	0.05	n.a	n.a	(8.9)	108.0	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
平均值								299.2	181.0	44.8	23.0	2.1	2.0	1.8	1.7	(5.2)	8.5	6.6	9.1
中值								42.7	23.8	26.0	16.6	2.1	1.9	1.8	1.7	1.6	8.0	6.9	8.7

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 3：港股航运公司估值表

港股航运公司	公司股票代码	评级	股价 (港币)	报表货币	每股收益				市盈率				市净率				净资产收益率			
					2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
中国远洋	1919 HK Equity	ACCUMULATE	7.75	Rmb	(0.73)	0.66	0.30	0.35	(9.3)	10.1	21.2	18.2	1.7	1.5	1.3	1.2	(17.8)	14.2	6.1	6.7
中海集运	2866 HK Equity	Buy	3.16	Rmb	(0.56)	0.36	0.21	0.30	(5.0)	7.6	12.3	8.7	1.3	1.1	1.0	0.9	(25.7)	14.4	7.8	10.0
海丰国际	1308 HK Equity	Buy	4.29	USD	0.01	0.04	0.05	0.06	44.7	12.9	10.7	8.5	14.7	2.4	2.1	1.8	32.8	18.9	19.8	21.4
平均值					(0.2)	0.4	0.3	0.4	13.6	10.8	13.5	10.6	4.7	1.5	1.4	1.2	(1.4)	14.0	10.8	12.7
中值					(0.3)	0.5	0.3	0.3	9.4	11.4	11.5	8.6	1.5	1.3	1.2	1.1	(6.4)	14.3	8.7	11.5

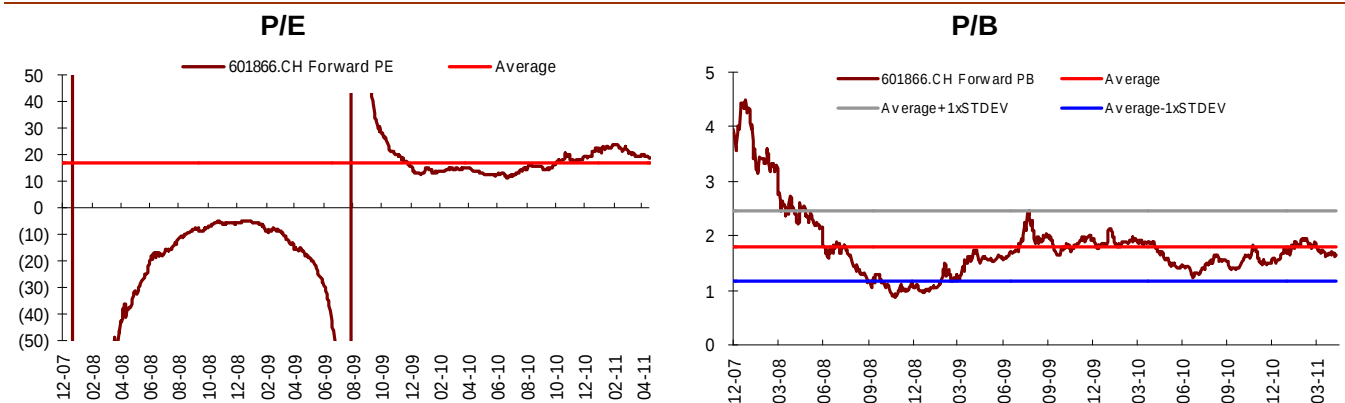
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 4：国际集运可比公司估值表

集运公司	货币	股票代码	股价	每股收益				市盈率				市净率				净资产收益率			
				2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
CSCL*	CNY	2866 HK equity	3.16	(0.56)	0.36	0.21	0.30	(5.0)	7.6	12.3	8.7	1.3	1.1	1.0	0.9	(25.7)	14.4	7.8	10.0
OOCL	USD	316 HK equity	7.93	(0.64)	1.84	0.90	1.07	(12.3)	4.3	8.8	7.4	0.9	0.9	0.9	0.8	(9.7)	25.6	10.1	10.6
Yang Ming	TWD	2609 TT equity	25.85	(6.18)	4.45	3.20	3.37	(4.2)	5.8	8.1	7.7	2.1	1.5	1.3	1.3	(40.2)	30.3	14.9	12.9
Evergreen	TWD	2603 TT equity	27.35	(3.22)	3.98	3.20	3.63	(8.5)	6.9	8.6	7.5	1.5	1.3	1.1	1.1	(16.7)	19.0	12.1	10.6
Wan Hai	TWD	2615 TT equity	22.70	(0.77)	2.65	2.52	3.13	(29.5)	8.6	9.0	7.3	1.8	1.6	1.5	1.4	(6.1)	19.2	15.2	14.2
MISC Berhad	MYR	MISC MK Equity	7.48	0.18	0.39	0.47	0.51	42.3	19.0	16.0	14.7	1.5	1.4	1.3	1.3	3.1	7.3	8.7	9.3
RCL	THB	RCL TB Equity	10.80	(5.71)	0.20	1.11	2.39	(1.9)	54.5	9.7	4.5	0.7	0.6	0.6	0.6	(27.8)	2.3	7.7	11.4
NOL	USD	NOL SP Equity	1.25	(0.36)	0.14	0.15	0.19	(3.5)	8.7	8.4	6.4	1.1	1.0	0.9	0.8	(28.2)	11.6	10.9	12.7
SITC	USD	1308 HK equity	4.29	0.01	0.04	0.05	0.06	44.9	12.9	10.7	8.5	14.7	2.4	2.1	1.8	32.8	18.9	19.8	21.4
平均值								(2.8)	14.4	10.1	8.0	1.4	1.2	1.1	1.0	(18.9)	16.2	10.9	11.5
中值								(4.6)	8.1	8.9	7.5	1.4	1.2	1.1	1.0	(21.2)	16.7	10.5	11.0

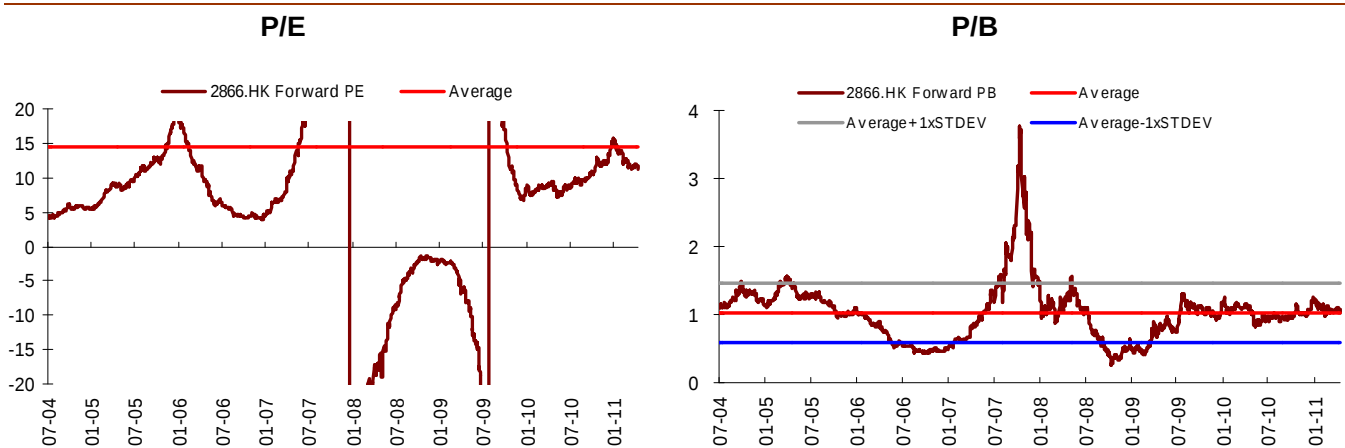
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 5: A 股中海集运 P/E 和 P/B Band



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 6: H 股中海集运 P/E 和 P/B Band



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 7: 财务历史和预测数据汇总

	2009	2010A	2011E	2012E
利润表 (人民币百万)				
营业收入	19,938	34,835	38,166	42,821
(+/-)	-43%	75%	10%	12%
营业毛利	-5,679	5,014	3,700	4,910
(+/-)	-580%	-188%	-26%	33%
营业利润	-6,379	4,210	2,813	4,006
(+/-)	-5751%	-166%	-33%	42%
利润总额	-6,449	4,320	2,922	4,116
(+/-)	-4305%	-167%	-32%	41%
少数股东权益	17	30	21	29
归属母公司所有者的损益	-6,489	4,203	2,463	3,469
(+/-)	-4918%	-165%	-41%	41%
摊薄每股收益(元)	-0.56	0.36	0.21	0.30
(+/-)	-4918%	-165%	-41%	41%
现金流量表 (人民币百万)				
经营活动现金流量净额	-3,460	5,491	4,931	5,669
投资活动现金流量净额	-1,413	-2,052	-4,490	-4,490
自由现金流	-4,873	3,439	441	1,179
筹资活动现金流量净额	119	409	-2,165	-2,607
净现金流入(出)	-4,750	3,712	-1,969	-1,674
资产负债表 (人民币百万)				
货币资金	6,937	10,648	8,679	7,005
其他流动资产	2,619	2,869	3,117	3,467
流动资产	9,556	13,518	11,796	10,472
固定资产净值	26,065	25,103	27,721	30,146
其他非流动资产	8,715	10,395	10,585	10,790
非流动资产	34,780	35,499	38,306	40,936
总资产	44,335	49,016	50,101	51,408
流动负债	7,620	8,629	9,362	9,143
长期借款	8,352	8,276	6,390	4,662
长期负债	10,737	10,425	8,539	6,811
负债合计	18,357	19,054	17,901	15,954
少数股东权益	752	777	798	827
股东权益	25,227	29,185	31,403	34,626
股本	11,683	11,683	11,683	11,683
储备及其他	13,544	17,502	19,719	22,943
摊薄每股净资产	2.16	2.50	2.69	2.96
财务比率				
利润率				
毛利率	-28%	14%	10%	11%
营业利润率	-32%	12%	7%	9%
税前利润率	-32%	12%	8%	10%
净利润率	-33%	12%	6%	8%
流动性比率				
现金比率	0.9	1.2	0.9	0.8
流动比率	1.3	1.6	1.3	1.1
杠杆比率				
净债务权益比率	23%	10%	9%	6%
资产负债率	41%	39%	36%	31%
息税前利润/净财务费用	79.8	-22.0	-10.1	-17.1
杜邦分析				
净利润率	-33%	12%	6%	8%
资产周转率	45%	71%	76%	83%
资产/股东权益	1.8X	1.7X	1.6X	1.5X
净资产回报率	-26%	14%	8%	10%

资料来源：公司信息、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED