

中海集运 (601866.SH) 水上运输行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

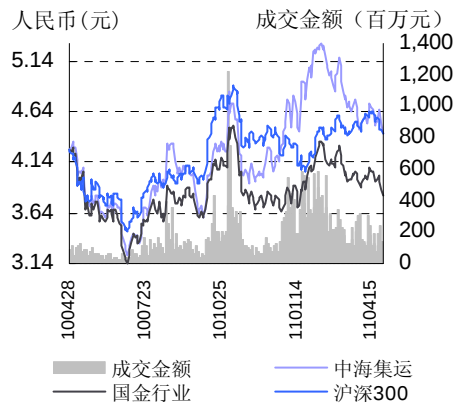
市价(人民币): 4.42元

2 季度集运需求恢复将带领业绩回升

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	7,698.46
流通港股(百万股)	3,751.00
总市值(百万元)	51,639.41
年内股价最高最低(元)	5.31/3.22
沪深 300 指数	3209.50
上证指数	2925.41



相关报告

1. 《阳光总在风雨后》，2011.4.18
2. 《业绩好于预期,长期向好的趋势不变》，2011.3.30
3. 《低估值 + 高弹性 = 攻守兼备之选》，2010.12.29

李光华 分析师 SAC 执业编号: S1130511030034
(8621)61038319
ligh@gjzq.com.cn

黄金香 分析师 SAC 执业编号: S1130511030022
(8621)61038325
huangjx@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	-0.555	0.360	0.300	0.376	0.516
每股净资产(元)	2.16	2.50	2.76	3.04	3.42
每股经营性现金流(元)	-0.30	0.47	0.28	0.53	0.67
市盈率(倍)	-8.34	12.45	14.73	11.75	8.57
行业优化市盈率(倍)	15.31	15.31	15.31	15.31	15.31
净利润增长率(%)	N/A	N/A	-16.58%	25.39%	37.11%
净资产收益率(%)	-25.72%	14.40%	10.89%	12.39%	15.07%
总股本(百万股)	11,683.13	11,683.13	11,683.13	11,683.13	11,683.13

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 中海集运公布 2011 年 1 季报, 报告期公司实现营业收入 65.3 亿元, 同比下降 1.6%, 实现归属于母公司股东净利润-1.5 亿元, 折合每股盈利-0.13 元, 好于去年同期水平;

经营分析

- **1 季度欧洲航线运价明显下跌:** 根据航交所公布的 CCFI 指数, 1 季度欧洲航线运价指数同比下降了 11%, 美西航线由于 10 年 1 季度仍在执行 09 年较低的合约价格, 今年该航线运价指数同比仍增长 4%。亚洲区内航线(包括内贸)除了澳新航线外运价指数均有所增长。我们预计公司实现的平均运价大致上与 10 年 1 季度持平或有个位数的增长;
- **运量可能受到节后用工荒影响, 2 季度将恢复增长:** 根据我们前期调研的结果, 农历新年后由于用工问题工厂产能受到影响, 出货量明显下降。同时我们调研结果也显示工厂的订单比较饱满, 预计 2 季度将会恢复增长;
- **预计 2 季度绩环比好转:** 1 季度 CCFI 环比 4 季度再度下降, 其中欧洲和美西航线的中国出口集装箱运价指数分别下跌 7%和 5%, 同时燃油价格环比大幅上涨 21%, 箱量低于预期和成本大幅上涨导致 1 季度业绩并不理想。我们认为随着出口厂商产能的恢复, 以及集运需求进入旺季, 箱量的增长将带动运价的提示, 支撑 2 季度赢利水平;
- **维持原有观点, 集运复苏进程不变, 盈利水平将在波动中提升:** 从需求的各项指标来看, 目前全球经济依然是走向复苏, 但班轮公司的预期也逐步走高, 闲置船舶的意愿明显减弱, 运价的波动幅度加大。我们认为 11-12 年集运行业的供需关系将逐步改善, 将使班轮公司在近两年的盈利水平逐步回升。现在全球经济复苏仅为刚刚起步, 集运的景气周期将能持续;

投资建议

- 我们预计 11-13 年的 EPS 分别为 0.30、0.375 和 0.513 元, 给予公司未来 3-6 个月 6.00 元目标价位, 相当于 20x11PE, 2.2 倍 PB, 距离目前股价有 28%的空间。从历史走势上看, 集运的景气高峰可给予 2.5 倍的 PB 水平;

风险提示

- 1) 欧美经济恢复低于预期; 2) 汇率和出口退税政策的改变可能给股价带来短期的负面影响;

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	35,110	19,938	34,835	39,392	43,244	47,835
增长率		-43.2%	74.7%	13.1%	9.8%	10.6%
主营业务成本	-33,580	-25,419	-29,733	-34,771	-37,573	-40,233
% 销售收入	95.6%	127.5%	85.4%	88.3%	86.9%	84.1%
毛利	1,530	-5,481	5,103	4,620	5,670	7,602
% 销售收入	4.4%	n.a	14.6%	11.7%	13.1%	15.9%
营业税金及附加	-361	-197	-89	-158	-173	-191
% 销售收入	1.0%	1.0%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-552	-715	-756	-792	-832	-873
% 销售收入	1.6%	3.6%	2.2%	2.0%	1.9%	1.8%
息税前利润 (EBIT)	617	-6,394	4,258	3,671	4,666	6,537
% 销售收入	1.8%	n.a	12.2%	9.3%	10.8%	13.7%
财务费用	-544	-81	-183	-142	-127	-75
% 销售收入	1.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%
资产减值损失	-36	38	-35	0	0	0
公允价值变动收益	-15	0	0	0	0	0
投资收益	81	57	170	100	100	100
% 税前利润	56.0%	-0.9%	3.9%	2.8%	2.2%	1.5%
营业利润	104	-6,379	4,210	3,629	4,638	6,563
营业利润率	0.3%	n.a	12.1%	9.2%	10.7%	13.7%
营业外收支	40	-70	110	0	0	0
税前利润	144	-6,449	4,320	3,629	4,638	6,563
利润率	0.4%	n.a	12.4%	9.2%	10.7%	13.7%
所得税	11	-22	-86	-109	-232	-525
所得税率	-7.8%	n.a	2.0%	3.0%	5.0%	8.0%
净利润	155	-6,472	4,233	3,520	4,406	6,038
少数股东损益	25	17	30	14	10	10
归属于母公司的净利润	131	-6,489	4,203	3,506	4,396	6,028
净利率	0.4%	n.a	12.1%	8.9%	10.2%	12.6%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	155	-6,472	4,233	3,520	4,406	6,038
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1,341	1,520	1,429	1,348	1,431	1,596
非经营收益	253	286	111	361	359	344
营运资金变动	1,858	1,265	-282	-1,978	-37	-127
经营活动现金净流	3,606	-3,400	5,491	3,252	6,159	7,850
资本开支	-6,727	-1,257	-1,961	-2,194	-5,709	-2,010
投资	-2,417	-179	-110	-1	0	0
其他	26	23	18	100	100	100
投资活动现金净流	-9,118	-1,413	-2,052	-2,095	-5,609	-1,910
股权募资	0	14	0	0	0	0
债权募资	2,871	2,382	1,011	2,025	-200	-400
其他	-1,805	-2,273	-739	-73	-1,335	-1,543
筹资活动现金净流	1,066	123	273	1,952	-1,535	-1,943
现金净流量	-4,445	-4,691	3,712	3,108	-985	3,997

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	11,676	6,937	10,648	13,757	12,772	16,769
应收款项	2,932	1,643	1,857	4,592	5,041	5,576
存货	470	874	883	762	824	882
其他流动资产	299	101	129	211	227	243
流动资产	15,377	9,556	13,518	19,321	18,863	23,470
% 总资产	30.6%	21.6%	27.6%	34.7%	31.7%	36.4%
长期投资	1,276	1,399	1,654	1,655	1,654	1,654
固定资产	33,415	33,210	33,690	34,581	38,869	39,290
% 总资产	66.4%	74.9%	68.7%	62.1%	65.4%	60.9%
无形资产	144	151	139	92	83	75
非流动资产	34,922	34,780	35,499	36,330	40,608	41,022
% 总资产	69.4%	78.4%	72.4%	65.3%	68.3%	63.6%
资产总计	50,299	44,335	49,016	55,651	59,471	64,492
短期借款	4,701	2,665	3,436	2,800	2,800	2,800
应付款项	4,333	4,464	4,774	5,316	5,747	6,162
其他流动负债	684	523	444	1,493	1,774	2,250
流动负债	9,718	7,652	8,654	9,609	10,321	11,211
长期贷款	4,232	8,352	8,276	9,276	9,076	8,676
其他长期负债	3,897	2,354	2,124	3,784	3,784	3,784
负债	17,847	18,357	19,054	22,669	23,182	23,671
普通股股东权益	31,738	25,227	29,185	32,191	35,488	40,009
少数股东权益	713	752	777	791	801	811
负债股东权益合计	50,299	44,335	49,016	55,651	59,471	64,492

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.011	-0.555	0.360	0.300	0.376	0.516
每股净资产	2.717	2.159	2.498	2.755	3.038	3.425
每股经营现金净流	0.285	-0.296	0.470	0.278	0.527	0.672
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.075	0.094	0.129
回报率						
净资产收益率	0.41%	-25.72%	14.40%	10.89%	12.39%	15.07%
总资产收益率	0.26%	-14.64%	8.58%	6.30%	7.39%	9.35%
投入资本收益率	1.54%	-16.55%	9.60%	7.60%	8.87%	11.12%
增长率						
主营业务收入增长率	-10.28%	-43.21%	74.72%	13.08%	9.78%	10.62%
EBIT增长率	-86.15%	#####	#####	-13.79%	27.10%	40.12%
净利润增长率	-96.07%	N/A	N/A	-16.58%	25.39%	37.11%
总资产增长率	3.96%	-11.86%	10.56%	13.54%	6.86%	8.44%
资产管理能力						
应收账款周转天数	38.0	35.7	15.1	36.0	36.0	36.0
存货周转天数	7.5	9.7	10.8	8.0	8.0	8.0
应付账款周转天数	43.7	57.0	51.9	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	277.7	477.2	263.0	222.3	221.8	209.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.97%	22.56%	9.50%	0.31%	2.45%	-8.60%
EBIT利息保障倍数	1.1	-79.0	23.2	25.9	36.7	87.7
资产负债率	35.48%	41.41%	38.87%	40.73%	38.98%	36.70%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	0	11	11	13	22
买入	0	7	8	10	17
持有	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	1
评分	0	1.47	1.49	1.49	1.52

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-04-22	买入	4.37	6.00 ~ 6.50
2 2010-04-29	买入	4.28	6.00 ~ 6.50
3 2010-07-13	买入	3.42	N/A
4 2010-08-26	买入	4.07	N/A
5 2010-10-28	买入	4.25	6.00 ~ 6.50
6 2010-12-29	买入	4.32	6.00 ~ 6.50
7 2011-03-30	买入	4.46	N/A
8 2011-04-18	买入	4.66	6.00 ~ 6.50

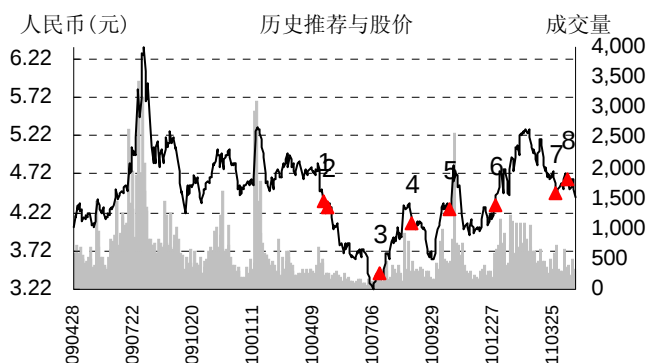
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室