

中海集运 (601866.sh)

运力扩张压制运价，大船化趋势加剧行业竞争

杨志清 首席分析师
电话: 021-68828417
eMail: yzq3@gf.com.cn
执业编号: S0260511020011

行业运力供给量依然较大，运价继续承压

(1) 船公司除了考虑现金平衡成本外，还将考虑市场份额、大客户战略等因素，因此短期虽然运价已经跌破现金平衡点，船东还是不愿意轻易退出航线进行闲置运力，目前运力闲置率2.5%-3%。只有在船东对未来半年的趋势判断较为悲观的情形下，才会出现大量运力闲置。

(2) 船舶大型化趋势下船公司更看重装载率以降低单位成本，船公司可能会牺牲运价获得大货主的货源。

(3) 造船周期有所缩短，目前万箱以上集装箱船舶造船时间1年左右，较过去有所缩短，这可能会影响到行业景气年份的持续时间。

(4) 马士基“天天班”的核心竞争力可能体现在支线网络布置，如果持续做下去将给行业树立标杆。

需求增速放缓，未来能见度较低

(1) 集装箱行业更多表现为需求主导的行业，与经济的波动密切相关。

(2) 欧美经济陷入困境直接导致箱量增速放缓。

(3) 对2012年的需求判断较为困难，最大不确定性在于欧美经济。

投资建议

由于 2011 和 2012 年行业供给增长率分别为 12%和 10%，需求增速在 2012 年仍将慢于供给增速，因此经济增速出现好转之前，我们认 2011Q4-2012Q1 集运市场运价难以有较好的表现。继续给予持有评级。

风险提示

欧债危机进一步恶化；行业内恶性竞争加剧。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	19937.59	34835.47	28244.83	34992.13	36325.21
增长率(%)	-43.21%	74.72%	-18.92%	23.89%	3.81%
EBITDA(百万元)	-4834.74	5651.63	-834.60	2171.18	765.20
净利润(百万元)	-6489.05	4203.13	-2291.91	321.25	-1126.08
增长率(%)	-5069.4%	164.77%	-154.53%	114.02%	-450.53%
每股收益(元)	-0.56	0.36	-0.20	0.03	-0.10
市盈率	—	12.45	—	111.28	—
市净率	2.14	1.79	1.29	1.27	1.33
EV/EBITDA	-12.41	9.77	-49.85	18.53	52.35

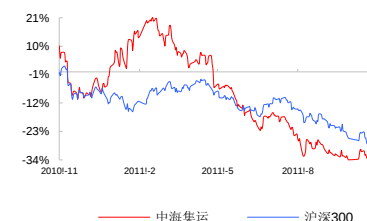
数据来源:中海集装箱运输股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格	3.10 元
合理价值	3.50 元
前次评级	持有

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	6.53	-4.91	-35.82
沪深 300	6.24	-7.24	-20.81

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)
11683/7698

主要股东:

中国海运(集团)总公司

主要股东持股比例 45.89%

流通 A 股比例 65.89%

财务比率

ROE	14.40%
ROA	9.01%
资产负债率	38.87%

2010 年报数据

供给方面：造船周期缩短，运力扩张速度不减

闲置率、订单交付率以及撤线计划

(1) 目前闲置率虽有上升，但相对来说仍不算高。据Alpha line统计，现在行业集装箱船舶闲置率为2.5%-3%，远低于2010年2月时行业12%闲置率。

什么情况下才会闲置？通常当航次收入难以弥补现金成本时，船公司会考虑闲置。但仅此还不够，船公司可能还会考虑客户关系的维系、对后市的判断等因素。从目前的运价来看，亚欧线船东约60%-70%的船东处于现金盈亏平衡点以下，而闲置率未有大幅上升说明船队对后市仍抱有一定的希望，也可能是船东对后市的判断尚不明朗。

我们更偏向于认为：目前集运市场对欧债危机的进展正持观望态度，且分歧较大，如果欧债危机继续向不好的方向演进，那么集装箱船闲置率还会进一步上升。

从今年运营数据来看，欧债危机对欧地航线影响主要体现在运价上，货量并没有发生大幅变化。

(2) 撤线计划。由于目前亚欧航线和美线运价不理想，有船公司出现撤线行为，因此原因，上周美西航线运价还出现小幅反弹。

相比于国际班轮公司的撤线行为，由于短期内货量较为充足，公司目前并没有类似打算，即使外围市场继续恶化也可保证运力向内贸航线转移，因此基本没有撤线考虑。

(3) 订单交付率。最近两年（2010-2011）由于船公司现金流状况较好订单交付率几乎没有推迟，预计2012年订单应该也能按期交付。

按照有效运力衡量，预计2011年有效运力增幅约为12%-14%，而2012年有效运力增长率预计接近10%。根据下表统计，截止2011年集装箱船订单交付率基本在95%以上。

表 1：2011 年集装船订单交付比例

	2011 尚未交付	2011 已交付	2011 年合同交付量	交付率（截止 2011 年三季度末）
100-999	20.7	4.9	25.6	19%
1-2999	50.8	67.2	118	57%
3-7999	160.1	258.8	418.9	62%
8000+	212.3	635	847.3	75%
合计	443.9	965.9	1409.8	69%

数据来源：Clarkson，广发证券发展研究中心

行业竞争格局、船舶大型化发展、马士基“天天班”效果

■ 行业集中度高并不一定导致行业垄断程度高、对价格有控制力。

集装箱远洋运输行业较大的集中度很大方面是由于进入壁垒高和规模经济这两个原因造成的。从实际经营情况来看，这个市场是较为公开竞争的。任何形式的价格联盟都要受欧盟、美国以及相关国家的反垄断法律监管。

因此，我们不妨放开“集中度”，把集运市场看做一个公开的竞争市场去考虑。集装箱运价受供需影响而波动。

集装箱远洋运输市场的行业龙头是马士基，其份额目前约为20%，其次为地中海、

达飞轮船。从现有的拥有和控制的运力来看已经订单来看，马士基依然是行业龙头。其余船公司的市场策略更多的是作为跟随者在行动。

■ 船舶大型化：船舶大型化趋势下的竞争压力

截止2011年10月初，8000TEU以上的集装箱船舶订单（平均单艘运力为1.1万TEU）占总订单的比为70%，3000TEU以上订单（平均单艘运力为8500TEU）占比为95%。未来船舶大型化趋势较为明确。

由于港口和航道物理条件所限，现美东航线只能通行4700TEU级船，美西的港口条件理论上最大可以挂靠9000-10000TEU船，未来随着巴拿马运河拓宽和美国沿海港口升级，公万箱级船未来也可以进入美线。（中海集运本次订造8+4条1万TEU的集装箱更多出于此考虑）

船舶大型化是通过提高装载率、减少挂靠港，降低单箱成本。但这样就依赖于较发达的支线物流网络，从而提高整体物流效率。

相比其他因素，装载率是大型集装箱船更注重的，因为大船的箱量边际效益很大。随着1万TEU以上集装箱大船陆续交付，争夺大货主、扩大市场份额就显得非常重要，在需求并不强劲的情况下，为了装载率提高只能进一步牺牲运价。

■ 马士基“天天班”效果

- 1、“天天班”并非意味着放弃超低航速，仍按照经济航速航行。
- 2、“天天班”更多体现为物流的准时性，如果“天天班”能够成功的持续执行下去，将是行业的一个新的标杆。
- 3、“天天班”实际上是竞争的支线物流网络，主干线大家的航期基本都是一样，关键是中转，如果支线网络很发达，中转时间则可以有一定的控制，从而能够保证船期。

超低速航行的情况

目前市场上可能70%左右的船公司都在实行超低速航行，目前油价处于高位，船公司更加不愿意提高航速。

造船周期正在变短

伴随船厂技术提升，万箱级集装箱船建造周期已从5-6年大幅缩短到1-1.5年（最快从钢板切割至交付期为9个月），而最主要的决定因素是船厂船台占用程度，从现在情况来看，国内船厂船台较满，预计交付期在2012年底至2013年。

中海集运现已订购12艘万箱级集装箱船（包括8艘1.41万TEU），拟用来替换13年到期的租入集装箱船，以实行公司运力规模稳步扩张。预计2011-2012年公司资本开支约70亿，如果行业盈利状况依然不佳，公司可能需要借助银行贷款等融资渠道进一步融资。

造船周期的缩短，可能会进一步平滑集装箱行业的周期。

需求与运价：货量增速放缓，运价大幅下跌

需求增速放缓，运力投放增速快于需求增速

根据Container Trades Statistics的统计，2011年1-8月份远东至欧洲航线集装箱运量同比增长5.3%，回程同比增长6.4%；太平洋航线中，远东至美洲航线1-7月份箱量同比上涨2%（7月同比下降5.3%），回程航线2011年上半年同比上涨7.3%。

相比较为迟缓的需求增速，供给增速扩张较大。（1）2011年交付的大型集装箱船基本上投入亚欧航线，亚欧航线运力投放量同比增长12%；（2）闲置运力的逐步释放。2010年1-2月集装箱市场运力闲置率最高时达到12%，闲置运力的释放，可能使2011年有效运力同比增幅在12%-14%。

供给增速过大以及需求增速放缓导致集装箱市场运价大幅下跌。

市场能见度较低，未来需求难以判断

（1）市场未来需求难以判断，更多的要看宏观经济的拐点。

（2）集装箱市场属于较为明显的需求主导，当经济复苏上行，贸易增强时行业运价上涨较为容易。

中海集运成本控制优秀，内贸航线优势明显

公司的成本控制能力较好，通过和港口供油商签订锁油协议对冲了燃油价格的上涨，此外，较低的运力增长和采取低速航行保证了成本增速在行业内处于低位，今年前三季度燃油成本占总成本30%。

公司内贸航线市场占有率稳定在40%左右，中远约占30%，中海集运由于下属船队中挂五星旗的船舶占比较大，公司在内贸航线的竞争优势较为明显。另外公司通过与中铁集签订海铁联运协议，内贸箱货源优势较大。

业绩预测与投资建议

基于行业供需基本面的判断，我们认为集装箱运输业短期仍难摆脱行业底部区域。11月以后行业逐步进入淡季，我们预计箱量和运价将进一步下降。

由于2011和2012年行业供给增长率分别为12%和10%，需求增速在2012年仍将慢于供给增速，因此经济增速出现好转之前，我们认为2011Q4-2012Q1集运市场运价难以有较好的表现。

投资建议：持有。

风险提示

外围经济仍然不乐观：欧债危机可能进一步恶化。行业内恶性竞争加剧。

资产负债表

单位：百万元

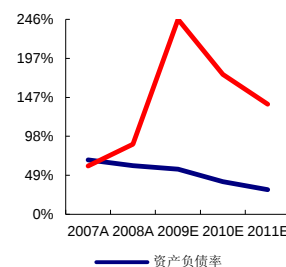
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	9,556	13,518	8,802	9,268	9,399
货币资金	6,937	10,648	6,000	6,000	6,000
应收及预付	1,733	1,936	1,529	1,885	1,961
存货	874	883	1,273	1,383	1,438
其他流动资产	11	50	0	0	0
非流动资产	34,780	35,499	36,592	35,720	34,756
长期股权投资	1,399	1,654	1,654	1,654	1,654
固定资产	26,065	25,103	28,945	30,087	29,135
在建工程	7,145	8,587	5,887	3,887	3,887
无形资产	151	139	105	92	80
其他长期资产	20	16	0	0	0
资产总计	44,335	49,016	45,394	44,988	44,155
流动负债	7,620	8,629	5,787	6,060	6,852
短期借款	137	530	794	411	750
应付及预收	4,824	5,118	4,993	5,649	6,103
其他流动负债	2,660	2,981	0	0	0
非流动负债	10,737	10,425	11,060	10,060	9,560
长期借款	8,352	8,276	9,276	8,276	7,776
应付债券	1,782	1,784	1,784	1,784	1,784
其他非流动负债	604	365	0	0	0
负债合计	18,357	19,054	16,847	16,120	16,413
股本	11,683	11,683	11,683	11,683	11,683
资本公积	17,178	17,178	17,178	17,178	17,178
留存收益	-3,003	1,200	-1,092	-771	-1,897
归属母公司股东权益	25,227	29,185	27,769	28,091	26,965
少数股东权益	752	777	777	777	777
负债和股东权益	44,335	49,016	45,394	44,988	44,155

利润表

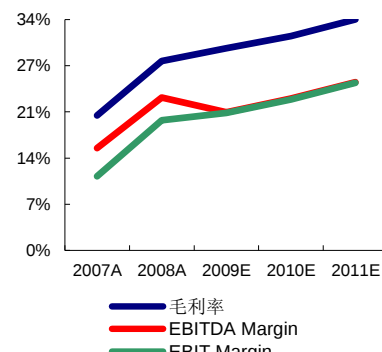
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	19938	34835	28245	34992	36325
营业成本	25419	29733	30060	33837	36637
营业税金及附加	197	89	72	89	92
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	715	756	613	760	789
财务费用	81	183	-43	75	57
资产减值损失	-38	35	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	57	170	78	97	101
营业利润	-6379	4210	-2379	328	-1149
营业外收入	48	116	50	0	0
营业外支出	118	6	10	0	0
利润总额	-6449	4320	-2339	328	-1149
所得税	22	86	-47	7	-23
净利润	-6472	4233	-2292	321	-1126
少数股东损益	17	30	0	0	0
归属母公司净利润	-6489	4203	-2292	321	-1126
EBITDA	-4835	5652	-835	2171	765
EPS (元)	-0.56	0.36	-0.20	0.03	-0.10

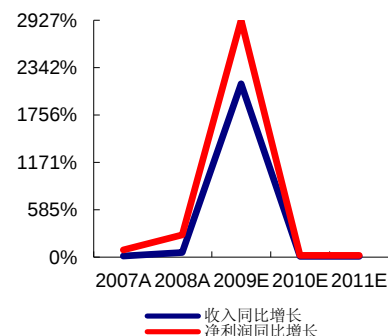
资产负债率趋势



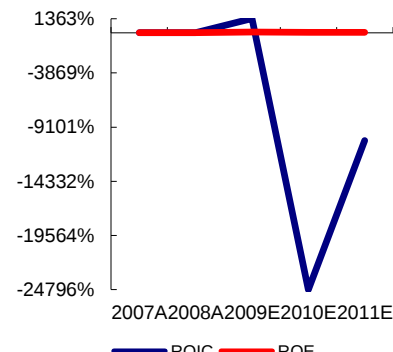
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

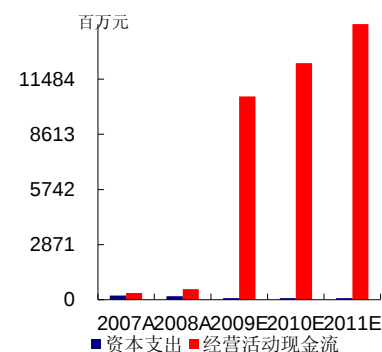
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-3,460	5,491	-597	2,535	1,291
净利润	-6,472	4,233	-2,292	321	-1,126
折旧摊销	1,559	1,394	1,666	1,865	1,958
营运资金变动	1,265	-282	-124	190	322
其它	188	146	154	159	136
投资活动现金流	-1,413	-2,052	-2,656	-897	-893
资本支出	-1,257	-1,961	-2,734	-993	-993
投资变动	-156	-91	78	97	101
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	123	273	-1,395	-1,638	-398
银行借款	7,135	4,379	1,264	-1,383	-161
债券融资	-4,753	-3,368	-3,277	0	0
股权融资	14	0	0	0	0
其他	-2,273	-739	618	-255	-237
现金净增加额	-4,750	3,712	-4,648	0	0
期初现金余额	11,676	6,937	10,648	6,000	6,000
期末现金余额	6,926	10,648	6,000	6,000	6,000

主要财务比率

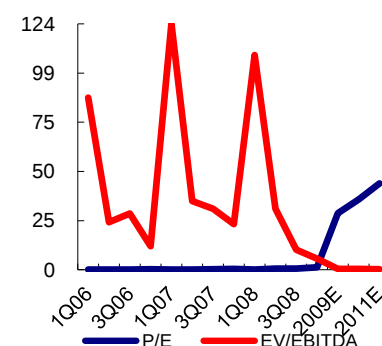
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-43.2%	74.7%	-18.9%	23.9%	3.8%
营业利润	-6240.1	166.0%	-156.5%	113.8%	-450.5%
归属于母公司净利润	-5069.4	164.8%	-154.5%	114.0%	-450.5%
获利能力					
毛利率	-27.5%	14.6%	-6.4%	3.3%	-0.9%
净利率	-32.5%	12.2%	-8.1%	0.9%	-3.1%
ROE	-25.7%	14.4%	-8.3%	1.1%	-4.2%
ROIC	-21.0%	13.4%	-7.5%	0.9%	-3.8%
偿债能力					
资产负债率	41.4%	38.9%	37.1%	35.8%	37.2%
净负债比率	22.8%	9.5%	20.5%	15.5%	15.5%
流动比率	1.25	1.57	1.52	1.53	1.37
速动比率	1.13	1.46	1.29	1.29	1.15
营运能力					
总资产周转率	0.42	0.75	0.60	0.77	0.81
应收账款周转率	10.24	24.11	24.11	24.11	24.11
存货周转率	37.81	33.83	33.83	33.83	33.83
每股指标 (元)					
每股收益	-0.56	0.36	-0.20	0.03	-0.10
每股经营现金流	-0.30	0.47	-0.05	0.22	0.11
每股净资产	2.16	2.50	2.38	2.40	2.31
估值比率					
P/E	-8.3	12.5	-15.6	111.3	-31.7
P/B	2.1	1.8	1.3	1.3	1.3
EV/EBITDA	-12.4	9.8	-49.8	18.5	52.4

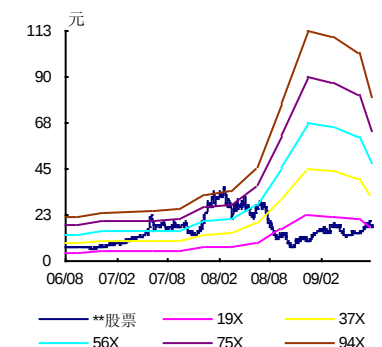
资本支出与经营活动现金流



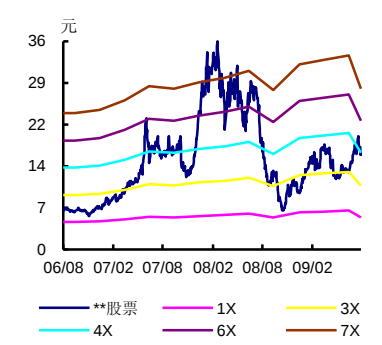
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发交通运输行业研究小组

杨志清，分析师，同济大学工学博士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名，2009年新财富交通运输行业最佳分析师入围，2009年今日投资交通运输行业最佳分析师第一名，2010年进入广发证券发展研究中心。

董丁，分析师，东北财经大学经济学硕士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2008年进入广发证券发展研究中心。

张亮，研究助理，上海交通大学管理学硕士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2010年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zl23@gf.com.cn，021-68815254。

谢平，研究助理，北京交通大学工学硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。联系方式：xieping@gf.com.cn，021-68825729。

相关研究报告

中海集运（601866.sh）：行业供需失衡至亏损加大，业绩低于预期	张亮	2011-10-26
中海集运(601866.sh)：行业供需环境不佳，运价下跌至业绩再度亏损	张亮	2011-04-28
中海集运（601866.sh）：2010年业绩超预期，2011年难以再造辉煌	张亮	2011-03-31

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy)：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有(Hold)：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell)：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区民田路178号 号华融大厦9楼	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东南路528号 上海证券大厦北塔17楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。