



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

公司动态
证券研究报告

2012年2月7日

航运

研究部

聂迪中¹

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010034

niedz@cicc.com.cn

杨鑫, CFA

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511080003

yangxin@cicc.com.cn

上调至审慎推荐

中海集运 (601866.SH)

供给端略好于预期, 可能带来调价窗口期

主要财务信息

(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	34,835	27,175	31,081	33,135
(+/-%)	74.7	(22.0)	14.4	6.6
毛利	5014	2,512	660	5
(+/-%)	188.3	(150.1)	(126.3)	(99.3)
营业利润	4210	(3163)	(69)	(728)
(+/-%)	166.0	(175.1)	(97.8)	963.2
净利润	4203	(3137)	78	(704)
(+/-%)	164.8	(174.6)	(102.5)	(1006.6)
每股收益(元)	0.36	(0.27)	0.01	(0.06)
(+/-%)	164.8	(174.6)	(102.5)	(1006.6)
每股自由现金流(元)	0.29	(0.47)	0.08	0.05
市盈率-A	7.7	-10.4	418.0	-46.1
市净率-A	1.1	1.2	1.2	1.3
市盈率-H	5.5	-7.0	281.1	-31.0
市净率-H	0.8	0.9	0.9	1.0
净负债权益比(%)	9.8	32.4	29.8	29.4
资产收益率(%)	8.6	(6.8)	0.2	(1.5)
净资产收益率(%)	14.4	(12.0)	0.3	(2.8)

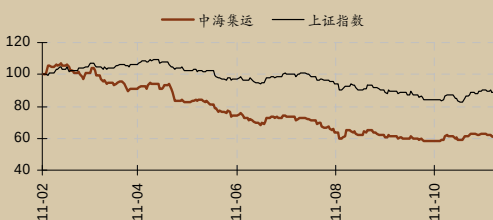
股票信息

H股	A股
2866.HK	股票代码 601866.CH
HK\$2.28	当前股价 Rmb2.78
HK\$2.15	目标价 n.a
137.7	日成交量(百万股) 22.8
HK\$3.73/0.99	52周最高价/最低价 Rmb5.45/2.35
3,751	其中: 流通股(百万股) 2,337
	总股数(百万股) 11,683
8,552	总市值(百万港币/人民币) 22,051
	主要股东(持股比例) 中国海运(集团)公司 (46.83%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[601866.CH]	+6.92	+16.81	-10.61	+14.40
[上证指数]	+2.02	+7.75	-7.78	+5.99
[中金A股航运指数]	+2.31	+11.54	-18.61	+11.54

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

投资提示:

H 股中海集运因提价消息出现急涨。经过与业内的沟通, 我们认为尽管需求一般, 但班轮公司提价决心较为坚定, 而且供给端出现短暂好转, 因此我们相信至少大幅减亏可以预期。2 月份是提价消息宣布的密集期, 而执行期则在 3-4 月启动, 因此短期内投资者会存在想象空间。我们将 H 股中海集运交易区间上调至 1.65-2.65 港币, 维持中性; 将股价表现滞后的 A 股中海集运评级上调至审慎推荐。

理由:

1 月份提价落实情况较好: 欧线从 500 美元以下上调至 700 美元以上。主要是 1 月份 1-3 周的中国出口高峰较之以往更为集中, 而且恰好班轮公司谨慎提前停航闲置, 供求出现错位。

2 月提价消息密集, 幅度超出预期: 主要班轮公司普遍计划在 3-4 月将欧线运价继续上调 600-700 美元, 即使 2 月运价从 750 回落至 600, 调价后的运价也将超过 1200 美元, 跨越 1000-1200 美元的行业保本点。而美线 TSA 会议结束后, 也可能有大幅提价。

3-4 月份运价实现上涨, 旺季减亏的概率偏大: 首先, 马士基航运更换新任 CEO, 而中远中海也希望免予在 A 股被 ST, 主要班轮公司都有强烈提价意愿。其次, 小班轮公司被挤出、春节期间停航闲置等原因使得欧线运力出现逐月下滑, 从供给端为提价创造了条件。第三, 美国消费数据表现良好, 美线需求预期较强。

震荡、求生存仍将是未来两年的行业主线, 难做过高的盈利预期: 闲置运力带来的供给好转窗口期不会持续很久, 新船下水高峰要到 2013 年底才可能结束, 因此如果航线可以盈利, 新船没有理由不配置到航线上, 被前期挤出的小班轮公司也可能回到欧线上去。运价攀升至 2010 年的高点十分吃力, 而即使能够实现, 高油价也使得班轮公司只能微利。

估值:

目前 H 股中海集运约 0.9 倍 PB, 低于亚太区同业, 存在继续上涨可能。A 股中海集运约 1.2 倍 PB, 但处于历史底部, 近两年来其 A 股走势常落后于 H 股, 因此存在补涨可能。

风险:

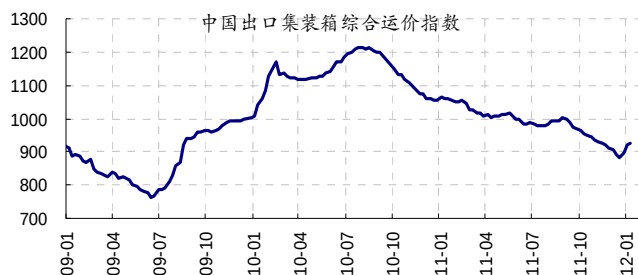
地缘政治紧张可能导致油价上涨超预期。供求的长期关系不佳可能导致未来提价的幅度低于预期。

¹报告贡献人: 夏雨 (xiayu@cicc.com.cn)

维持上半年班轮运价的反弹判断

我们说过什么? 去年8月份, 我们曾经在中海集运中报点评中试探性的提出, 全行业闲置运力提升的将可能使得2012年运价有良好转机(参见8月25日《态度决定中期走势》)。去年12月份, 我们在航运月报中认为2012年初班轮公司提价部分成功的概率较高。(参见12月15日《关注年初集运提价, 尽管七年高点已过》)。今年1月份, 我们在行业年度策略中认为“从需求面来看复苏不确定, 但是运力闲置对行业供给压力有所缓解, 因此2012年有望出现运价小反弹”(参见1月10日《从悲观转向中性, 但无法乐观》)。回顾过去半年, 其实我们对于基本面的观点并未显著变化, 即班轮运价2012年会有回升, 但是我们认为反弹但是不是反转, 也就是说会有反弹但是扭亏为盈难度偏大, 运价回升到2010年的周期高点几乎没有。

图表 1: 中国出口集装箱综合运价指数



资料来源: 中华航运网, 中金公司研究部

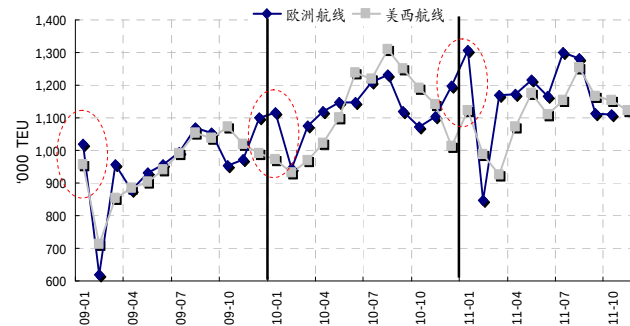
已经发生的情况符合预期: 春节前提价成功

自2011年12月中下旬开始, 欧洲航线由500美元/箱上涨至750美元/箱, 美西航线由1400美元/箱上涨至1800美元/箱。涨幅分别50%和30%。我们认为节前的运价上调是有供求关系的基础作为支撑的。节前出货小高峰遇到了欧美航线运力回落, 因此运价上涨较为成功。

从需求来看, 春节前出口厂商集中出货(除了对欧出口), 而且持续至1月第三周。以上海港为例, 1月前三周单日集装箱量超过9万TEU/日, 第四周回落至约6万TEU/天, 春节之前的货量与全年最高水平相当, 同比去年节前也有5%以上的增长。我们认为货量增长可能主要来自美国, 而非对欧洲。韩国前20天的对美出口同比增长23%, 但是对欧出口下滑45%, 因此可以佐证美线需求较好, 欧线需求较差。

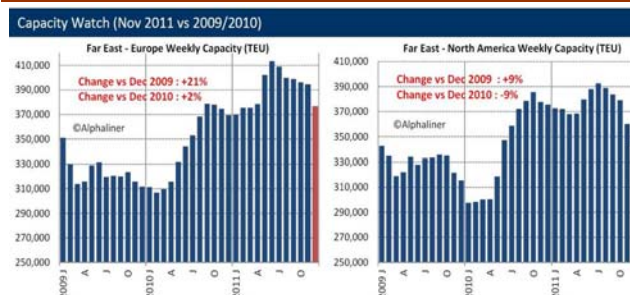
从供给来看, 春节淡季闲置运力, 以及欧线的小班轮公司被挤出, 使得欧线运力出现了逐月回落。根据Alpha Liner, 10-11月欧线的班轮运力已经比6-7月份的高点回落了将近10%, 同比来看欧线运力只增长了2.0%。虽然我们都知道8000TEU以上的大船都会下水配置到欧线等长距离航线, 但是部分小班轮公司(马来西亚航线等)被马士基挤出。而且很多班轮公司因为航线亏损, 也可能提前为中国春节淡季出货提前停航一些班次。

图表 2: 欧美航线的月度运量高点常出现在1月份



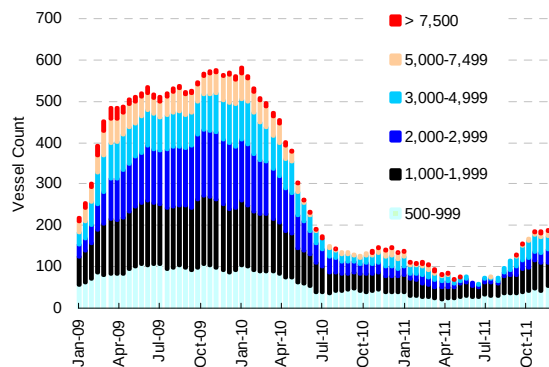
资料来源: Alphaliner, 中金公司研究部

图表 3: 亚欧和北美航线的运力下半年以来环比回落



资料来源: Alphaliner, 中金公司研究部

图表 4: 班轮运力闲置比例在提高



资料来源: Alphaliner, 中金公司研究部

将发生的计划超出预期: 提价计划密集

春节后, 马士基宣布要在3月份一次性大范围地提高欧洲航线运价, 而其提价幅度达到775美元/TEU, 这种提价的表述态度是超出我们预期的。如果照此提价幅度, 市场运价将从目前的750美元左右提升至1500美元左右, 而保本点大约1000-1200美元, 因此市场惊奇的发现欧线将可能因此从巨亏变成盈利, 而且近在眼前。

图表 5: 主要班轮公司亚欧航线的提价计划

班轮公司	提价计划
马士基	3月1日 \$775/TEU
长荣海运	3月1日 \$400/TEU, 4月1日 \$300/TEU
达飞轮船	3月1日 \$400/TEU, \$500的BAF
东方海外	2月15日 \$200/TEU 后续可能还有
中远	3月1日 \$300/TEU, 4月1日 \$300/TEU
中海	3月1日 \$750/TEU, BAF上调\$50至\$375

资料来源: 上海航运交易所, 中金公司研究部

运价中期走势的再判断: 年内有望接近盈亏平衡

首先, 我们不能完全排除春节后运价存在小幅回落风险: 按历史经验, 春节过后运价回落的概率较大, 可能有两方面原因: 一是供需双方习惯与春节前集中出货, 欧美等消费地的需求紧迫性不强。二是节后工厂复工往往在元宵节之后。另外我们也注意到近几年来, 春节后第一周 CCFI 并无明显回落, 主要因为节后船公司、工厂、货代均未完全复工, 因此货代在节后均以节前班轮公司的运价报出。历史上多数年份春节过后第二周运价才开始出现回落, 2004 年至 2011 年的 8 年间共有 6 年春节后第二周运价出现回落。我们与货代公司了解, 当前欧线仍继续执行节前制定的 750 美元左右的欧线报价, 但也有部分小班轮公司将运价小幅松动至 675 美元。

3 月份开始运价震荡回升概率大, 我们相对乐观的信息来自以下三点:

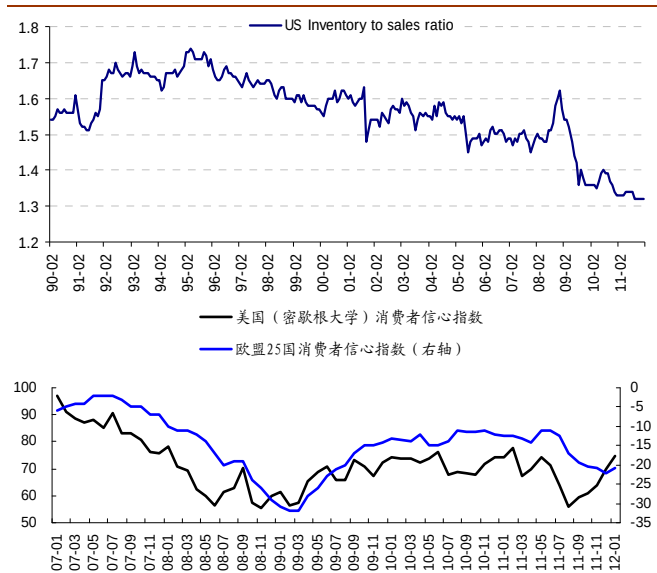
主要班轮公司将欧线上调至保本线的动力较足: 马士基之所以提出 775 美元的大幅提价计划, 与集团更迭新的 CEO 有关系。出于在任期内提升业绩的考虑, 新任 CEO 会有较强的动力提升运价。据了解, 马士基航运正逐渐将运价调整的权利从旗下班轮运输的事业部收集至 CEO 手中。据与中远和中海集运等主要班轮公司了解, 旗下部分上市公司在 2011 年录得巨额亏损, 因此也有提高运价的政治动力。而马士基去年提出“天天马士基”的日班业务以后, 部分市场参与者(东南亚部分班轮公司)已经在欧线上收缩战线, 因此主要班轮公司在欧线上的市场集中度有提升趋势, 大班轮公司提价的话语权更大。

尽管欧洲需求疲弱, 但欧线运力的萎缩会为欧线提价提供一段窗口期。闲置运力有助于供给端压力的缓解。根据 Alpha Liner 的数据。我们前面提到, 当前的欧线实际运力已经较之去年年中有了环比回落, 考虑到部分班轮公司在春节期间继续停航, 目前欧线运力环比前期高点可能有 10% 的回落。这样的话, 2 月份欧线运力的同比增速可能比去年同期出现同比 0-5% 的负增长。考虑到前期闲置运力向航线上加船需要一定时间, 欧线供给可能会在上半年持续出现同比的低增长甚至负增长。而如果需求还能维持 0-5% 的正增长(2011 年 1-10 月份货量同比一年前增长 4.5%), 那么上半年需求增速高于供给增速是可能出现的, 那么一段短暂的运价提升窗口期是存在的。

美线需求前景较为乐观。美国当前的消费者信心指数相对处于较高水平, 而库存消费比处于相对低位。韩国前 1 月 20 天对美国出口同比增长 20% 以上, 也印证美线运输需求较好。目前美线的全行业保本点约 2000-2200 美元/FEU, 目前价格 1800 美元/FEU 距保本点并不遥远。2 月份 TSA 会在香港召开会议, 近期的马士基等班轮公司提价造势, 因此可以预期 4-5 月间确定的年度运价前景较为乐观。TSA 将在本周开会讨论年度运价上调计划, 目前市场普遍美线在 1800 美元/FEU, 部分船东寄希望于上调 1000 美元/FEU, 我们不相信最终可以上调这么高的幅度, 但是达到 2000-2200 美元/FEU 的保本线或许是有可能的。

若船东能在节后自律, 不激进释放节前的闲置运力, 我们认为欧线有可能在二三季度提升至保本点(1000 美元/箱-1200 美元/箱)附近, 1000 美元的水平可以使得大班轮公司微利, 小班轮公司亏损。而美线我们预计也可能接近于 2000 美元的盈亏平衡点。

图表 6: 美国库存比低位, 消费者信心指数高位



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

运价长期走势的再判断: 下半年走势不定, 倾向于认为长期微亏微利的情况可能是常态

下半年运力增速可能会回升, 因此届时如果欧洲的需求还没有有效放大, 运价提升的基础可能丢失。我们上一段已经提到, 部分小公司撤出欧线和春节前提前闲置造成的供给萎缩, 是供求实现短暂均衡的重要基础。而需求依然不好。但是, 一旦运价上调, 撤线的小公司可能有重新进入的动力, 现有班轮公司也可能有加船的想法, 春节期间季节性停航的船舶也会慢慢回到市场当中。毕竟我们还是看到 8000TEU 以上的船舶在 2012 年还有 20% 以上的增长, 这些大船只能优先选择运距长的欧线来进入。说到底, 船公司主动进行的运力微调是短暂的也是相对的, 而新船的不断下水是持续的也使绝对会发生的。所以对于下半年的运价走势, 我们只能期望于欧洲经济尤其是消费的好转。

由于现在集装箱在建船舶规模占现有船队规模的比例为 28%, 因此名义运力增速(不考虑闲置/假设 2012-2014 年三年交付)可能在 9% 左右。如果需求维持常态(6%-8%), 每年供求增速是有可能大体相当, 或者说供给增速略高于需求增速。

如果 2012-2013 年交付较为及时, 2014 年就可能供给增速较低, 在此情形下, 2012-2013 年运价就不会好到哪里去。如果 2012-2013 年交付不及时, 船东努力延期, 在此情形下, 2012-2013 年船东的日子可能好过一些, 但是 2014 年仍然处于低迷状态。

2010 年当时全年运价均值大约是欧线 1800 美元, 美线 2300 美元, 但是 WTI 是 79 美元, 在此背景下中海集运 EPS 大约 0.36 元。假如当时 WTI 是 105 美元的话, 中海集运的 EPS 就只有 0.14 元了。因此对于运价上调后的盈利做过高预期也并不现实。

上调 2012 年盈利预测至盈亏平衡:

我们维持公司 2011 年 -0.27 元亏损的 EPS 预测, 但将 2012 年盈利从 -0.11 上调至 +0.01, 将 2013 年盈利从 -0.15 上调到 -0.06。

我们目前对于 2012 年的盈利上调主要反映潜在的运价上调影响和成本控制效果。我们主要假设包括: 1、欧线去程运价提升到 1100 美元/TEU; 2、美线去程运价提升到 2000 美元/TEU; 3、欧美航线回程运价不变; 4、其他航线运价平均上调 5%; 5、全公司整体运量同比增长 6%, 与其有效运力扩张速度吻合; 6、燃油单价同比升 5%, 燃油单耗同比将 2%; 7、其他主业成本基本稳中有升, 较为平稳; 8、管理费用同比将 8%, 卖船带来的营业外收支净额约 1.5 亿。

我们对于 2013 年盈利较为谨慎的原因在于我们认为整个集运市场的供求关系在 2013 年底前没有根本好转, 而且供给压力在 2013 年大于 2012 年。而且从管理层动力的角度来看, 对于 2012 年盈利的重视程度可能远高于 2013 年。

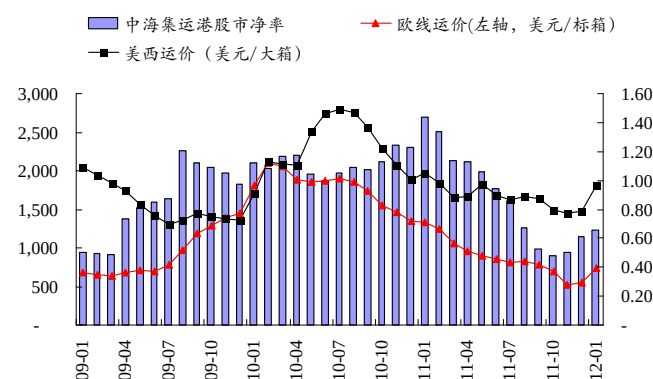
从长期角度来看, 集运公司盈利最好的时候总是出现在经济复苏前期(类似 04 年和 2010 年), 当时油价还未高企, 经过漫长亏损期的班轮公司运力闲置比例高, 而需求复苏的比运力释放要快。当前状态下, 由于供过于求的局面没有改变, 仅凭借闲置运力不可能维持很持久的运价上涨, 因为一旦运价可以盈利, 2011 年被迫离开的小班轮公司还是有可能不甘心而回到欧线市场中去的。因此我们更愿意相信, 班轮公司最终可能进入一个比 2011 年要好, 但是比 2010 年要差的均衡状态, 复苏的过程仍将漫长而复杂。

估值与建议:

H 股方面, 我们强调的交易区间为 1.65-2.65 港币, 目标价从 1.65 港币上调至 2.15 港币, 继续维持中性评级。中海集运自 01 年利润率底部到 09 年利润率底部的完整周

期中, 平均 ROE 约为 0%; 自 04 年港股上市(利润率高点)到 2011 年期间(利润率高点), 平均市净率接近于 1。乐观的话, 中海集运调价后可能盈亏平衡, 因此按照 1.0 倍市净率的历史均值水平予以 2.65 港币的交易区间上限, 而且目前亚太区班轮公司平均市净率已达到 1 倍左右。悲观的话, 保本点可能难以达到, 因为与上一轮运价上调期间(09 年 7 月-10 年 7 月)相比, 当前油价偏高、闲置比例太低、需求增长过低。如果发生此种情况的话, 我们按照历史估值较低水平(上市后市净率均值向下 1 个标准差约 0.6 倍)予以 1.65 港币的交易下限。

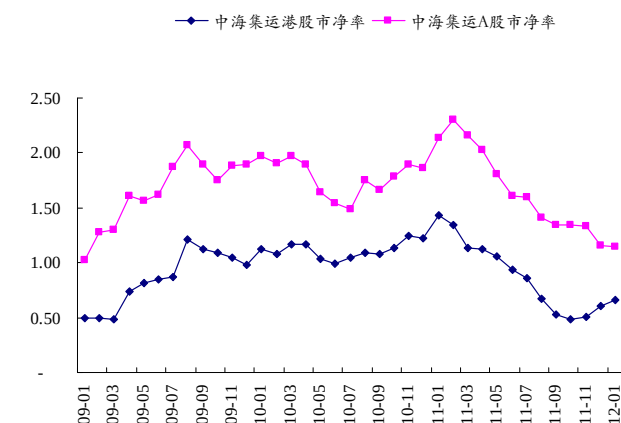
图表 7: 港股市净率和运价并不同步



资料来源: 上海航运交易所, Bloomberg, 中金公司研究部

A 股方面, 上调至审慎推荐评级。首先, 目前 1.2x 的市净率估值已经显著低于 09 年 2 季度行业反弹前的水平, 也处于历史低位。其次, 我们发现 A 股投资者相对于 H 股投资者对于提价更为悲观谨慎, 而最近 2 年来 A 股集运股价表现稍微滞后于 H 股股价, 因此我们认为 A 股有可能会估值修复和补涨的机会。

图表 8: 但 A 股集运股走势时常会滞后于 H 股



资料来源: 上海航运交易所, Bloomberg, 中金公司研究部

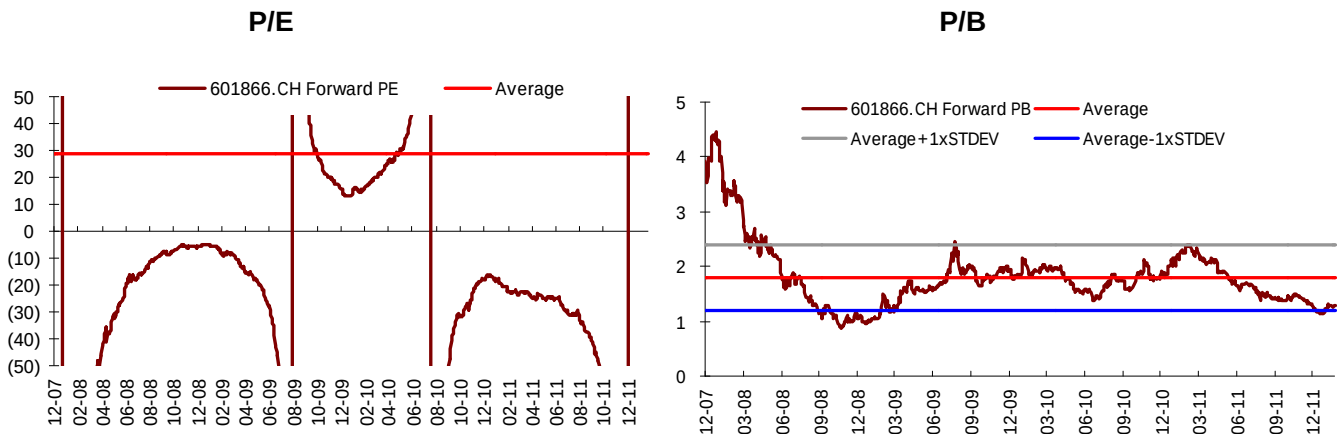
图表 9: 航运公司估值表

公司名称	评级	股票代码	股价	报表 币种	每股收益 (EPS)				市盈率 (PE)				市净率 (PB)				净资产收益率 %			
					2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E
A股航运公司																				
中远航运*	中性	600428.SH	4.43	CNY	0.20	0.12	0.14	0.33	22.0	37.6	31.1	79.4	1.7	1.1	1.1	1.0	7.5	2.9	3.5	7.6
中海集运*	审慎推荐	601866.SH	2.78	CNY	0.36	-0.27	0.01	-0.06	7.7	-10.4	418.0	-46.1	1.1	1.2	1.2	1.3	14.4	-12.0	0.3	-2.8
招商轮船*	中性	601872.SH	3.14	CNY	0.18	0.05	0.07	0.08	17.5	61.6	45.5	39.5	1.1	1.1	1.1	1.0	6.3	1.8	2.4	2.7
中海发展*	审慎推荐	600026.SH	6.31	CNY	0.50	0.24	0.16	0.38	12.5	26.1	40.5	16.7	1.0	0.9	0.9	0.9	7.6	3.5	2.2	5.2
长航油运*	中性	600087.SH	2.07	CNY	0.00	-0.21	0.00	0.04	795.3	-9.8	n.a	52.2	1.6	1.3	1.4	1.3	0.2	-13.2	0.3	2.8
中国远洋*	中性	601919.SH	5.3	CNY	0.66	-0.72	0.03	-0.03	8.0	-7.4	207.3	-171.5	1.1	1.4	1.4	1.4	14.2	-18.7	0.7	-0.8
宁波海运	n.a	600798.SH	3.18	CNY	0.06	0.10	0.13	n.a	50.2	32.8	23.9	n.a	1.3	n.a	n.a	n.a	2.9	n.a	n.a	n.a
长航凤凰	n.a	000520.SZ	2.98	CNY	0.02	0.18	0.26	n.a	181.7	16.6	11.5	n.a	3.5	n.a	n.a	n.a	1.1	n.a	n.a	n.a
平均值					0.23	-0.05	0.10	0.12	133.2	22.9	102.4	-5.0	1.5	1.2	1.2	1.1	6.1	-5.9	1.5	2.4
中值					0.18	0.07	0.10	0.06	22.0	26.1	40.9	28.1	1.1	1.2	1.2	1.2	6.3	-5.1	1.5	2.7
H股航运公司																				
中海发展*	审慎推荐	1138 HK	6.08	CNY	0.50	0.24	0.16	0.38	10.4	20.6	32.0	13.2	0.8	0.7	0.7	0.7	7.6	3.5	2.2	5.3
中国远洋*	中性	1919 HK	5.16	CNY	0.67	-0.72	0.03	-0.03	6.6	-5.9	165.5	-136.9	1.0	1.1	1.1	1.1	14.7	-19.3	0.7	-0.8
中海集运*	中性	2866 HK	2.28	CNY	0.36	-0.27	0.01	-0.06	5.5	-7.0	281.1	-31.0	0.8	0.9	0.9	1.0	14.7	-12.5	0.3	-3.1
海丰国际*	推荐	1308 HK	2.41	USD	0.04	0.04	0.04	0.04	7.2	8.1	7.9	7.3	1.4	1.2	1.1	1.0	18.9	15.2	14.2	14.0
平均值					0.39	-0.18	0.06	0.08	7.4	4.0	121.6	-36.9	1.0	1.0	1.0	1.0	14.0	-3.3	4.4	3.9
中值					0.43	-0.12	0.03	0.01	6.9	1.1	98.7	-11.9	0.9	1.0	1.0	1.0	14.7	-4.5	1.5	2.2
国际集运可比公司																				
OOCL	n.a	316 HK	47.8	USD	2.98	0.21	0.21	0.53	2.1	28.9	30.0	11.7	0.9	0.9	0.9	0.8	39.2	2.8	1.8	7.4
Yang Ming	n.a	2609 TT	15.5	TWD	4.18	-2.66	-1.19	0.55	3.7	-5.8	-13.0	28.2	1.3	1.3	1.5	1.6	31.9	-22.4	-12.1	1.0
Evergreen	n.a	2603 TT	18.75	TWD	4.49	-0.49	0.02	1.29	4.2	-38.3	1250.0	14.6	1.0	1.0	1.0	n.a	25.2	-4.1	-6.5	n.a
Wan Hai	n.a	2615 TT	15.8	TWD	2.46	0.17	0.49	1.06	6.4	95.8	32.0	14.9	1.2	1.1	1.0	1.1	18.7	4.9	9.1	1.7
MISC Berhad	n.a	MISC MK	6	MYR	0.42	0.07	0.24	0.32	14.3	92.3	25.1	19.0	1.2	1.3	1.2	1.2	8.2	-0.3	4.5	6.6
RCL	n.a	RCL TB	6.9	THB	0.63	-2.07	-1.15	-0.25	11.0	-3.3	-6.0	-28.2	0.4	0.4	0.5	0.5	3.8	-0.2	1.8	-0.4
NOL	n.a	NOL SP	1.425	USD	0.18	-0.10	-0.05	0.07	8.0	-13.7	-30.3	19.8	1.3	1.3	1.3	1.3	15.3	-9.6	-5.7	4.7
SITC*	推荐	1308 HK	2.41	USD	0.04	0.04	0.04	0.04	7.2	8.1	7.9	7.3	1.4	1.2	1.1	1.0	18.9	15.2	14.2	14.0
CSCCL*	中性	2866 HK	2.28	CNY	0.36	-0.27	0.01	-0.06	5.5	-7.0	281.1	-31.0	0.8	0.9	0.9	1.0	14.7	-12.5	0.3	-3.1
平均值					1.75	-0.57	-0.15	0.39	6.9	17.4	175.2	6.2	1.0	1.0	1.1	1.1	19.6	-2.9	0.8	4.0
中值					0.63	-0.10	0.02	0.32	6.4	-3.3	25.1	14.6	1.2	1.1	1.0	1.0	18.7	-0.3	1.8	3.2
注：*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯																				

注：*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯

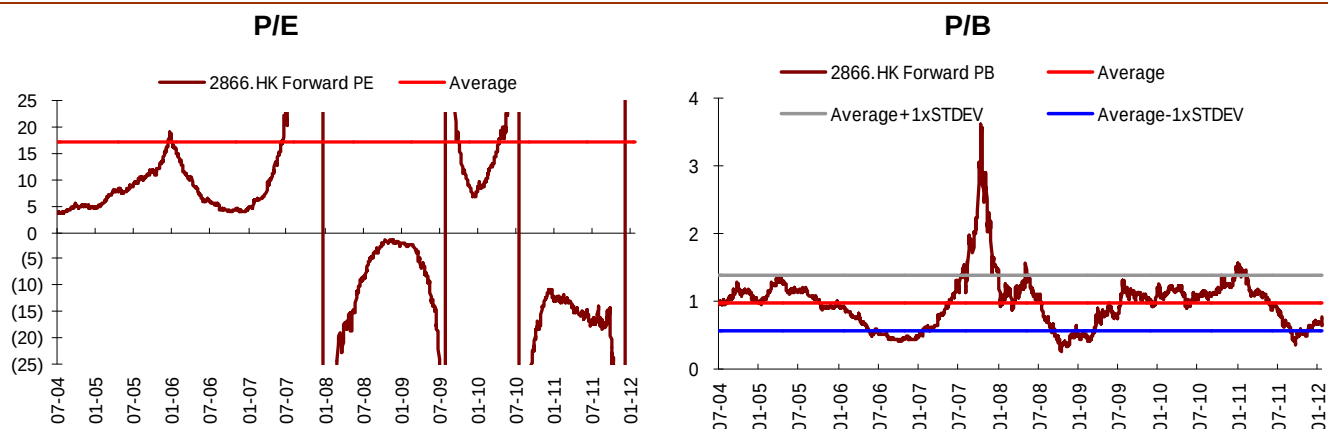
资料来源：Bloomberg 中金公司研究部

图表 10: A 股历史 P/E P/B bands



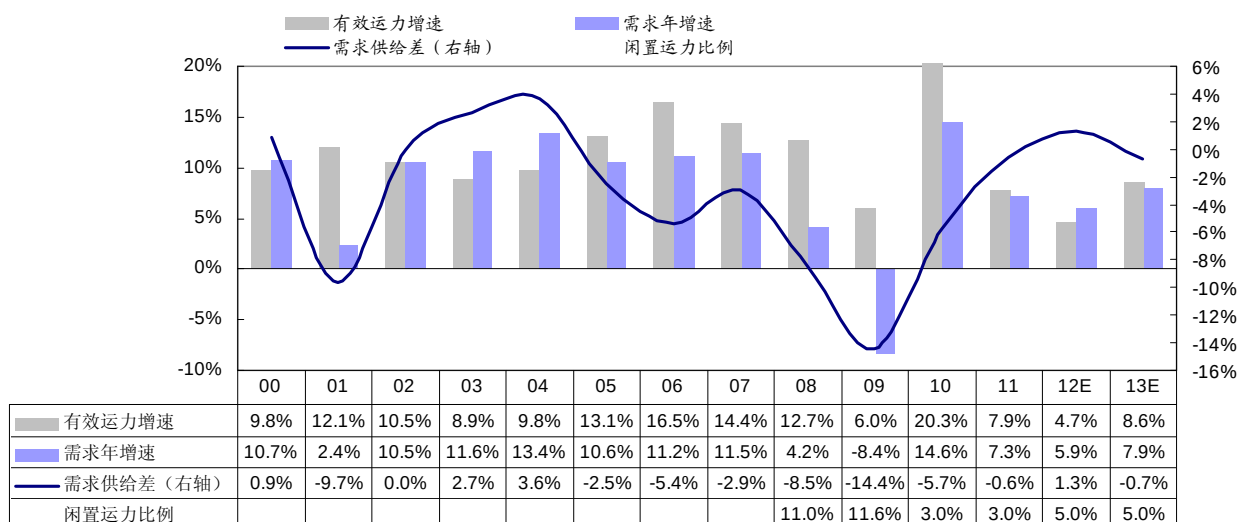
资料来源：公司信息，Bloomberg，中金公司研究部

图表 11: H 股历史 P/E P/B bands



资料来源：公司信息，Bloomberg，中金公司研究部

图表 12: 集装箱航运行业供求关系表



资料来源：Clarkson，Alphaliner，中金公司研究部

图表 13: 收入预测主要假设

	2007	2008	2009	2010A	2011E	2012E	2013E
分市场货运量(千标准箱)							
太平洋航线	1,628	1,304	1,196	1,423	1,267	1,368	1,478
(YoY%)	14%	-20%	-8%	19%	-11%	8%	8%
亚欧航线	1,458	1,376	1,050	1,183	1,100	1,133	1,190
(YoY%)	8%	-6%	-24%	13%	-7%	3%	5%
亚太航线	1,233	1,427	1,321	1,328	1,301	1,366	1,435
(YoY%)	21%	16%	-7%	1%	-2%	5%	5%
中国国内	2,749	2,710	3,049	3,187	3,283	3,611	3,972
(YoY%)	61%	-1%	13%	5%	3%	10%	10%
其他航线	231	181	125	87	87	87	87
(YoY%)	66%	-21%	-31%	-31%	0%	0%	0%
总计	7,299	6,998	6,742	7,208	7,038	7,566	8,161
(YoY%)	29%	-4%	-4%	7%	-2%	7%	8%
平均运费(人民币/标准箱)							
太平洋航线	8,702	8,661	5,416	8,945	6,095	6,953	6,953
(YoY%)	-11%	0%	-37%	65%	-32%	14%	0%
亚欧航线	8,855	7,716	4,096	8,863	5,060	5,755	5,755
(YoY%)	36%	-13%	-47%	116%	-43%	14%	0%
亚太航线	4,527	3,714	2,533	3,580	4,088	4,081	4,081
(YoY%)	15%	-18%	-32%	41%	14%	0%	0%
中国国内	1,579	2,014	1,329	1,630	1,711	1,797	1,797
(YoY%)	34%	27%	-34%	23%	5%	5%	0%
其他航线	8,542	9,174	6,401	9,877	19,260	19,226	19,226
(YoY%)	-38%	7%	-30%	54%	95%	0%	0%
总平均(人民币/TBU)	5,339	4,906	2,815	4,720	3,679	3,934	3,894
(YoY%)	-2%	-8%	-43%	68%	-22%	7%	-1%
集运收入(人民币百万)							
太平洋航线	14,167	11,293	6,478	12,728	7,721	9,512	10,273
(YoY%)	2%	-20%	-43%	96%	-39%	23%	8%
亚欧航线	12,909	10,619	4,302	10,489	5,568	6,523	6,849
(YoY%)	46%	-18%	-59%	144%	-47%	17%	5%
亚太航线	5,582	5,298	3,346	4,754	5,320	5,577	5,855
(YoY%)	39%	-5%	-37%	42%	12%	5%	5%
中国国内	4,342	5,457	4,053	5,194	5,617	6,488	7,136
(YoY%)	115%	26%	-26%	28%	8%	16%	10%
其他航线	1,971	1,662	803	856	1,669	1,666	1,666
(YoY%)	3%	-16%	-52%	7%	95%	0%	0%
集运收入(人民币百万)	38,972	34,329	18,981	33,587	25,894	29,765	31,779
(YoY%)	27%	-12%	-45%	77%	-23%	15%	7%

资料来源：公司信息，中金公司研究部

图表 14: 成本预测主要假设

(人民币百万)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业成本	33,895	33,701	25,419	29,733	29,607	30,359	33,064
(+/-)	18%	-1%	-25%	17%	0%	3%	9%
包括:							
集装箱及货物费	13,953	11,957	9,000	11,451	10,321	10,035	10,783
(+/-)	-3%	-14%	-25%	27%	-10%	-3%	7%
重空箱装卸费	8,306	7,587	5,713	6,819	5,575	5,413	6,131
(+/-)	-13%	-9%	-25%	19%	-18%	-3%	13%
港口使费	2,761	2,319	1,744	1,965	2,025	1,901	1,877
(+/-)	12%	-16%	-25%	13%	3%	-6%	-1%
集装箱固定费用	2,886	2,051	1,543	2,667	2,721	2,721	2,775
(+/-)	19%	-29%	-25%	73%	2%	0%	2%
船舶及航程成本	12,622	17,091	11,976	12,694	13,774	14,568	15,950
(+/-)	21%	35%	-30%	6%	9%	6%	9%
燃油成本	7,655	9,999	5,554	7,991	8,869	9,422	10,565
(+/-)	16%	31%	-44%	44%	11%	6%	12%
折旧和经营租赁	4,967	7,092	6,422	4,703	4,905	5,146	5,385
(+/-)	30%	43%	-9%	-27%	4%	5%	5%
支线及其他成本	7,081	4,470	4,290	5,560	5,269	5,493	6,043
(+/-)	79%	-37%	-4%	30%	-5%	4%	10%
其他业务成本	15	21	2	28	28	28	28
(+/-)	n.a	40%	-92%	1576%	0%	0%	0%
营业毛利	5,207	1,183	(5,679)	5,014	(2,512)	660	5
(+/-)	174%	-77%	-580%	-188%	-150%	-126%	-99%
营业成本主要假设							
单箱装卸费(美元/标准箱)	156	162	124	143	126	120	126
(+/-)	-28%	4%	-23%	15%	-12%	-5%	5%
单船港口使费(美元/标准箱)	2.5	2.2	1.8	2.2	2.3	2.4	2.5
(+/-)	15%	-11%	-20%	23%	3%	5%	5%
单箱消耗燃油(千克)	371	350	339	303	300	297	294
(+/-)	-13%	-6%	-3%	-11%	-1%	-1%	-1%
燃油价格(美元/吨)	387	608	356	553	669	702	737
(+/-)	26%	57%	-41%	55%	21%	5%	5%
单箱支线成本(美元/标准箱)	133	95	93	117	119	121	124
(+/-)	48%	-28%	-2%	25%	2%	2%	2%

资料来源：公司信息，中金公司研究部

图表 15: 历史和预测的财务数据

	2009	2010A	2011E	2012E	2013E
利润表 (人民币百万)					
营业收入	19,938	34,835	27,175	31,081	33,135
(+/-)	-43%	75%	-22%	14%	7%
营业毛利	-5,679	5,014	-2,512	660	5
(+/-)	-580%	-188%	-150%	-126%	-99%
营业利润	-6,379	4,210	-3,163	-69	-728
(+/-)	-5751%	-166%	-175%	-98%	963%
利润总额	-6,449	4,320	-3,088	76	-693
(+/-)	-4305%	-167%	-171%	-102%	-1007%
少数股东权益	17	30	-22	1	-5
归属母公司所有者的损益	-6,489	4,203	-3,137	78	-704
(+/-)	-4918%	-165%	-175%	-102%	-1007%
摊薄每股收益(元)	-0.56	0.36	-0.27	0.01	-0.06
(+/-)	-4918%	-165%	-175%	-102%	-1007%
现金流量表 (人民币百万)					
经营活动现金流量净额	-3,460	5,491	-1,007	1,872	1,528
投资活动现金流量净额	-1,413	-2,052	-4,490	-990	-990
自由现金流	-4,873	3,439	-5,497	882	538
筹资活动现金流量净额	119	409	6	-124	-155
净现金流入(出)	-4,750	3,712	-5,491	758	383
资产负债表 (人民币百万)					
货币资金	6,937	10,648	5,157	5,915	6,298
其他流动资产	2,619	2,869	2,547	2,824	3,020
流动资产	9,556	13,518	7,704	8,739	9,318
固定资产净值	26,065	25,103	27,721	26,721	25,681
其他非流动资产	8,715	10,395	10,585	10,790	11,017
非流动资产	34,780	35,499	38,306	37,511	36,697
总资产	44,335	49,016	46,009	46,249	46,016
流动负债	7,620	8,629	8,667	8,755	9,182
长期借款	8,352	8,276	8,390	8,464	8,513
长期负债	10,737	10,425	10,539	10,613	10,661
负债合计	18,357	19,054	19,206	19,368	19,843
少数股东权益	752	777	755	756	751
股东权益	25,227	29,185	26,048	26,126	25,421
股本	11,683	11,683	11,683	11,683	11,683
储备及其他	13,544	17,502	14,365	14,443	13,738
摊薄每股净资产	2.16	2.50	2.23	2.24	2.18
财务比率					
流动性比率					
现金比率	0.9	1.2	0.6	0.7	0.7
流动比率	1.3	1.6	0.9	1.0	1.0
杠杆比率					
净债务权益比率	23%	10%	32%	30%	29%
资产负债率	41%	39%	42%	42%	43%
息税前利润/净财务费用	79.8	-22.0	39.8	1.3	4.2
杜邦分析					
净利润率	-33%	12%	-12%	0%	-2%
资产周转率	45%	71%	59%	67%	72%
资产/股东权益	1.8X	1.7X	1.8X	1.8X	1.8X
净资产回报率	-26%	14%	-12%	0%	-3%

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/或机构投资者提供。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，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

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
上海市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

北京市建国门外大街甲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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

