

2014 年 12 月 18 日

张露

zhanglu@e-capital.com.cn

A 股目标价(元) 5.5

H 股目标价(港元) 4

#### 公司基本资讯

产业别	交通运输
A 股价(2014/12/17)	4.29
上证综指 (2014/12/17)	3061.02
股价 12 个月高/低	4.29/2.08
总发行股数 (百万)	11683.13
流通 A 股数 (百万)	7932.13
总市值 (亿元)	501.21
主要股东	中国海运(集团)总公司 (45.89%)
每股净值 (元)	2.09
股价/账面净值	2.05
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	30.0 44.0 74.4

#### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

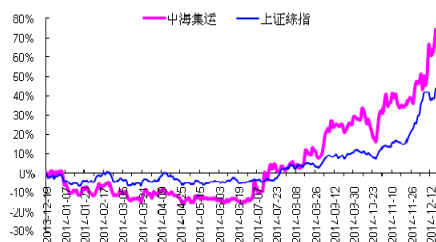
#### 产品组合

班轮业务	96.4%
其他	2.6%
租船业务	1.0%

#### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	2.7%
一般法人	69.6%

#### 股价相对大盘走势



## 中海集运 (601866.SZ&2866HK)

Buy 买入

### 集运旺季迭加油价下跌，双重利好促公司业绩改善

#### 结论与建议：

近期上海出口集装箱运价指数大幅上升，集运旺季将开启，跌价油价下降契机，公司利润有望明显改善，给予 AH 股买入的投资建议。

■ **公司经营：**截至今年上半年公司总运力为 66.9 万 TEU，运力规模位列全球第七。公司上半年运量 395.3 万 TEU，YOY 增长 1.4%，营收 175.5 亿元，YOY 增长 8.1%。1-3Q 营收 267.5 亿元，YOY 增长 5.2%，主业亏损约 1 亿元，出售子公司的投资收益使得当期实现利润 6.64 亿元。

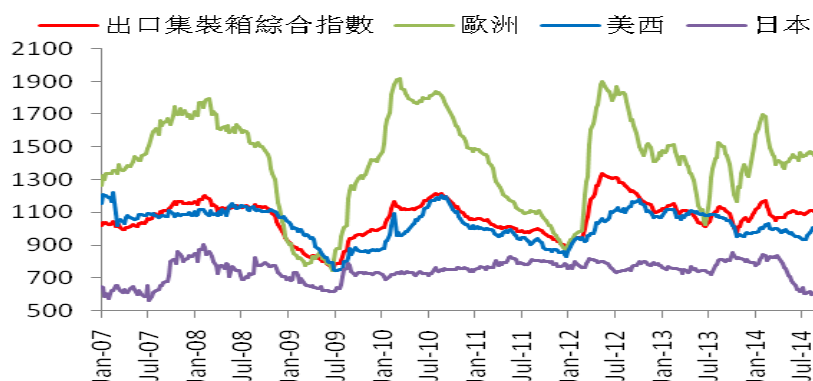
■ **行业状况：**2013-2014 年，P3（马士基、地中海和达飞）、G6（总统轮船、商船三井、赫伯罗特、日本邮船、东方海外和现代商船）和 CKYHE（中远集运、川崎汽船、阳明海运、韩进海运和长荣海运）新的三大班轮联盟格局初步形成，占全球运力达到 73%，将协调行业运力和运价水平。Alphaliner 公布的 2013 年全球集装箱运力 1728 万 TEU，YOY 增长 5.8%，而国际货币基金组织公布的国际货物吞吐量增长 2.4%，运力增长高于需求 3.4 个百分点。从 2014 年预期来看，运力和吞吐量增速分别为 6.6% 和 5%，虽然仍然有供需缺口，但是差距相比之前已经明显缩小。2014 年中国出口集装箱运价指数平均为 1081，和 2013 年基本持平，且全年均维持在 1000 以上，已经进入相对稳定阶段。我们预计国际集装箱运输市场将维持缓慢复苏，集运价格中长期有望走出谷底。

■ **盈利预测：**近期将进入传统集运旺季，反映即期市场的上海出口集装箱运价指数上周上升 23.6%，利好公司近期股价。长期来看，鉴于国际经济复苏带来贸易企稳，且集运新联盟格局形成，我们保守估计明年中国出口集运价格平均提高 5%。成本方面，近期油价大幅下跌，预估明年全年平均 70 美元，较今年低 36%，2013 和 2014 上半年公司燃油支出为 88.62 和 35 亿元，占营收比重为 25%和 20%，扣除燃油附加折让，将使得公司年平均毛利提高 7 个百分点。运价和成本两方面将增加公司净利润 26 亿元。我们预计公司 2014、2015 年将实现净利润 8.53 和 26.2 亿元，YOY 增长 132.2%和 207.8%，EPS 0.073 和 0.225 元，目前的 A 股 PE 为 58.8 和 19.1 倍，H 股 PE 为 25.5 和 8.3 倍。鉴于国际货量和行业竞争格局的中长期改善将促进公司盈利能力回升，给予 AH 股买入的投资建议。

..... 接续下页 .....

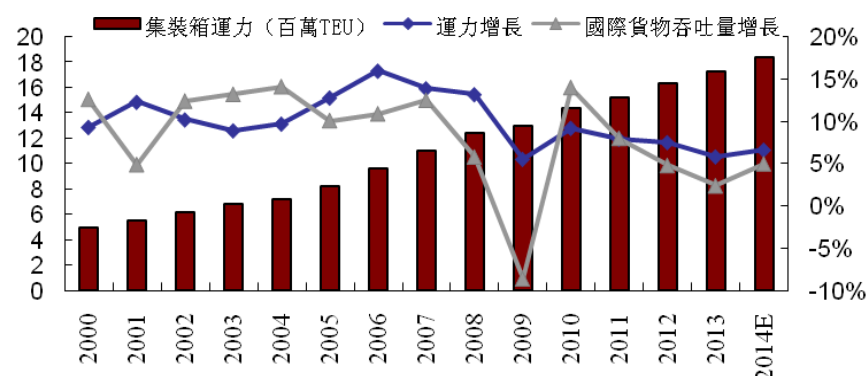
年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
纯利 (Net profit)	RMB百万元	4,203	-2,743	523	-2,646	853	2,624
同比增减	%	-164.77%	-165.27%	-119.05%	-606.26%	-132.22%	207.80%
每股盈余 (EPS)	RMB元	0.360	-0.235	0.045	-0.226	0.073	0.225
同比增减	%	-164.77%	-165.27%	-119.05%	-606.26%	-132.22%	207.77%
A 股市盈率(P/E)	X	11.92	NA	95.89	NA	58.79	19.10
H 股市盈率(P/E)		5.17	NA	41.60	NA	25.51	8.29
股利 (DPS)	RMB元	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率 (Yield)	%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

图 1、中国集装箱运价指数



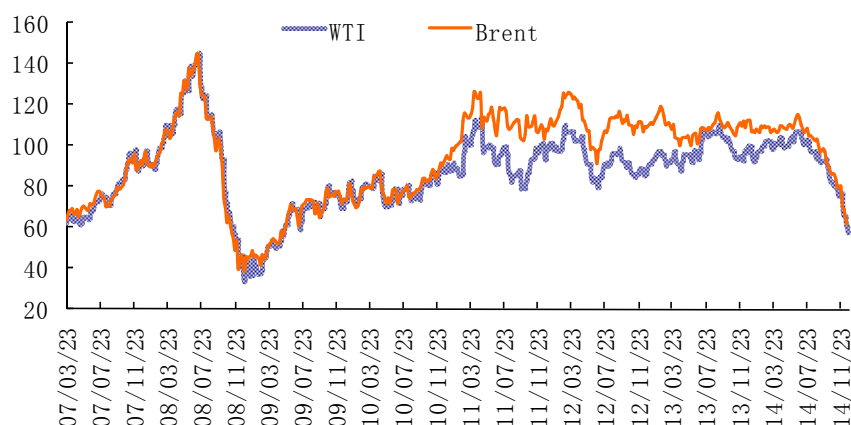
资料来源：中华航运网

图 2、国际集装箱运力及货物吞吐量比较



资料来源：Alphaliner、国际货币基金组织

图 3、布伦特原油期货价格



资料来源：NYMEX

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ ); 买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ ); 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

### 附一：合并损益表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业额	34835	28281	32581	34341	36758	38596
经营成本	29733	30306	32722	36224	35759	33964
营业税金及附加	89	84	96	47	51	116
销售费用	-	-	-	-	-	-
管理费用	756	679	889	912	963	965
财务费用	183	49	395	444	396	450
资产减值损失	35	-24	20	6	15	25
投资收益	170	82	102	351	993	100
营业利润	4210	-2732	-1439	-2942	568	3176
营业外收入	116	108	1614	488	492	400
营业外支出	6	3	23	54	78	30
税前利润	4320	-2626	152	-2509	983	3546
所得税	86	74	-419	112	102	886
少数股东权益	30	43	48	26	28	35
净利润	4203	-2743	523	-2646	853	2624

### 附二：合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
货币资金	10648	7073	8832	9605	9322	11327
应收帐款	1518	1458	2070	2252	2411	2531
存货	883	1206	1238	1557	1667	1750
流动资产合计	13518	10318	12924	14128	13999	15608
长期投资净额	1654	1914	1986	2299	2529	2782
固定资产合计	25103	30172	31685	31395	32965	34613
在建工程	8587	6861	3976	2364	1891	1513
无形资产	120	116	117	110	115	121
资产总计	49016	49412	51205	50817	51499	54637
流动负债合计	8629	9767	6325	13265	11958	11748
长期负债合计	10425	12745	17406	13334	14001	14701
负债合计	19054	22512	23732	26599	25959	26449
少数股东权益	777	877	945	447	469	492
股东权益合计	29962	26901	27474	24218	25071	27695
负债和股东权益总计	49016	49412	51205	50817	51499	54637

### 附三：合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
经营活动产生的现金流量净额	5491	-2261	223	-1018	3481	5253
投资活动产生的现金流量净额	-2052	-5521	1305	-1984	-2977	-2381
筹资活动产生的现金流量净额	409	4347	233	3937	-787	-866
现金及现金等价物净增加额	3848	-3435	1758	772	-283	2005

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户, 或代他人之户买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。