

2015年1月30日

张露

zhanglu@e-capital.com.cn

A股目标价(元)

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(2015/1/30)	4.45
上证综指 (2015/1/30)	3210.36
股价12个月高/低	5.71/2.07
总发行股数 (百万)	11683.13
流通A股数 (百万)	7932.13
总市值 (亿元)	519.90
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	2.13
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-9.9 32.0 105.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-12-17	4.29	买入

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

下半年主业改善明显，未来受益油价下跌

结论与建议：

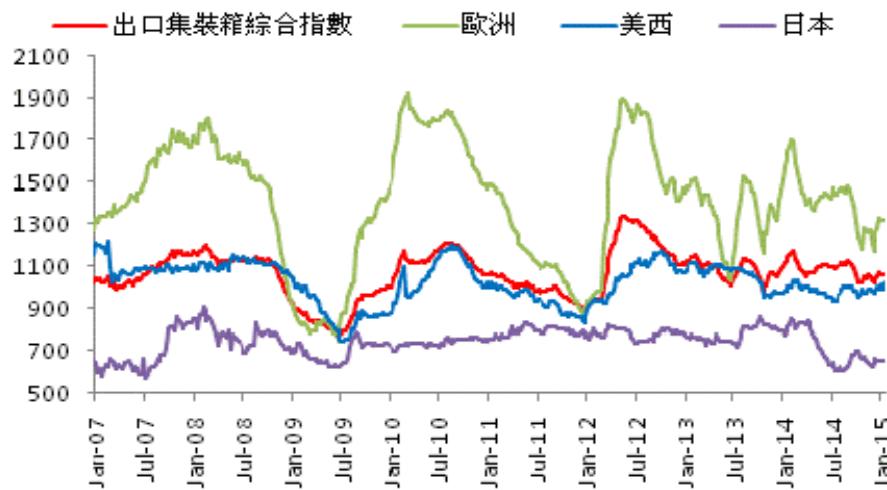
公司2014全年盈利10.5亿元，其中下半年主业的利润约5亿元，缘于成本控制得力。2015年公司受益油价下跌，利润有望大幅提高。维持AH股买入的投资建议。

- **2014年业绩：**公司公布业绩预告，预计2014年实现盈利10.5亿元，超出我们的预期2亿元，好于去年同期的亏损26.5亿元。年内出售上海峥锦实业有限公司、中海洋山国际集装箱储运有限公司和中海码头发展有限公司股权带来投资收益9.5亿元，并获得政府拆船补贴7770万元，扣除上述影响，主业基本盈亏平衡。从半年情况来看，2014下半年主业明显改善，实现盈利5亿元，大幅好于去年同期的亏损13.8亿元，4Q单季主业利润约3.4亿元。
- **公司经营：**主业实现盈利原因是年内多艘万吨级新船交付，运营远洋航线相比之前的中小型船油耗减少近2成，此外公司通过高效率使用燃油、降低船速等措施减少燃油支出，实现了毛利率的提高，全年毛利约为3.4%，好于去年同期的-5.48%的水平。
- **近期运价：**年内中国出口集装箱运价相比去年基本平稳。短期来看，近期集运市场进入春节旺季，公司上调运价水平整体上涨，欧线运价1月19和26日分别上调350元/TEU和下调100美元/TEU，目前运价为1250美元/TEU。美西和美东航线1月15分别上调200和100美元/TEU，目前运价为2000和5700美元/TEU。
- **展望未来：**2015年国际集装箱运力增长预计为8%，国际贸易增速约为5.5%，供需失衡仍将延续一段时间。但新的三大班轮联盟格局初步形成，占全球运力达到73%，将在航线、运力协调等方面进行合作，集运价格有望缓慢回升。近期国际油价大幅下跌，目前维持在49美元左右的水平。假设2015年平均油价70美元，将使得公司节省年燃油支出约20亿元，平均毛利提高5.5个百分点。
- **盈利预测：**预计2014、2015年公司分别盈利26.6和28.8亿元，YOY增速分别为153.1%和8.2%，EPS分别为0.23和0.25元，A股PE为18.8和17.4倍，H股PE为8.3和7.7倍，维持公司买入评级。

.....接续下页.....

年度截止 12月31日		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
纯利 (Net profit)	RMB百万元	-2,743	523	-2,646	1,053	2,664	2,884
同比增减	%	-165.27%	-119.05%	-606.26%	-139.78%	153.06%	8.24%
每股盈余 (EPS)	RMB元	-0.235	0.045	-0.226	0.090	0.228	0.247
同比增减	%	-165.27%	-119.05%	-606.26%	-139.78%	153.04%	8.23%
A股市盈率(P/E)	X	NA	95.89	NA	47.61	18.82	17.39
H股市盈率(P/E)		NA	42.49	NA	21.10	8.34	7.70
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



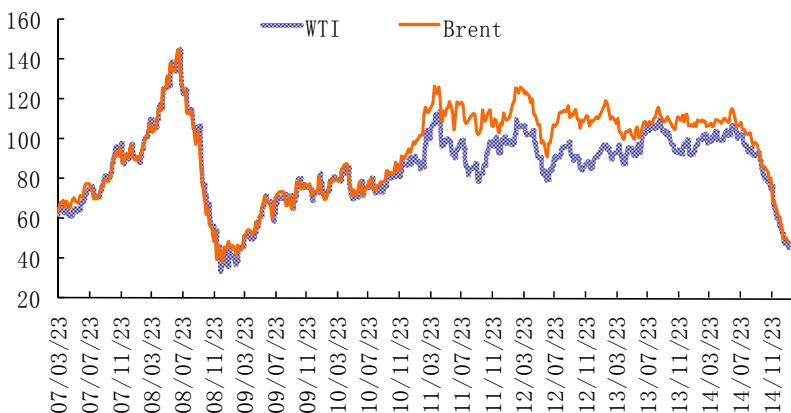
资料来源：中华航运网

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	28281	32581	34341	36758	37861	39754
经营成本	30306	32722	36224	35508	33620	35182
营业税金及附加	84	96	47	51	114	119
销售费用	-	-	-	-	-	-
管理费用	679	889	912	963	947	994
财务费用	49	395	444	396	450	470
资产减值损失	-24	20	6	15	25	25
投资收益	82	102	351	993	100	100
营业利润	-2732	-1439	-2942	818	2805	3064
营业外收入	108	1614	488	442	400	400
营业外支出	3	23	54	78	30	30
税前利润	-2626	152	-2509	1183	3175	3434
所得税	74	-419	112	102	476	515
少数股东权益	43	48	26	28	35	35
净利润	-2743	523	-2646	1053	2664	2884

附二：合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
货币资金	7073	8832	9605	9522	11269	13685
应收帐款	1458	2070	2252	2411	2483	2607
存货	1206	1238	1557	1667	1717	1802
流动资产合计	10318	12924	14128	14199	15468	18094
长期投资净额	1914	1986	2299	2529	2782	3060
固定资产合计	30172	31685	31395	32965	34613	36344
在建工程	6861	3976	2364	1891	1513	1210
无形资产	116	117	110	115	121	127
资产总计	49412	51205	50817	51699	54497	58835
流动负债合计	9767	6325	13265	11958	11369	12064
长期负债合计	12745	17406	13334	14001	14701	15436
负债合计	22512	23732	26599	25959	26070	27500
少数股东权益	877	945	447	469	492	517
股东权益合计	26901	27474	24218	25271	27935	30818
负债和股东权益总计	49412	51205	50817	51699	54497	58835

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	-2261	223	-1018	3681	5292	5512
投资活动产生的现金流量净额	-5521	1305	-1984	-2977	-2679	-2143
筹资活动产生的现金流量净额	4347	233	3937	-787	-866	-953
现金及现金等价物净增加额	-3435	1758	772	-83	1747	2416

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)有限公司相信用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审审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。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)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对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和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证人持意见或立场，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口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证人。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。