

2015年1月30日

群益香港研究部

hk\_research@e-capital.com.hk

該股為合資格滬股通股票

A 股目標價(元) 5

H 股目標價(港元) 4

公司基本資訊

產業別	交通運輸
A 股價(2015/1/30)	4.45
上證綜指 (2015/1/30)	3210.36
股價 12 個月高/低	5.71/2.07
總發行股數 (百萬)	11683.13
流通 A 股數 (百萬)	7932.13
總市值 (億元)	519.90
主要股東	中國海運(集團)總公司(45.89%)
每股淨值 (元)	2.09
股價/賬面淨值	2.13
	一個月 三個月 一年
股價漲跌(%)	-9.9 32.0 105.1

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

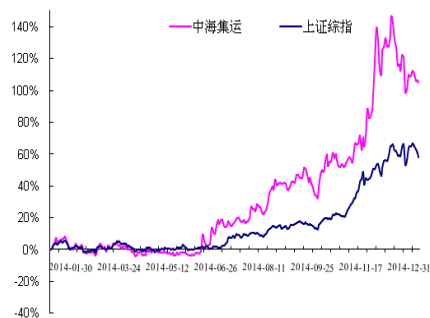
產品組合

班輪業務	96.4%
其他	2.6%
租船業務	1.0%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	2.7%
一般法人	69.6%

股價相對大盤走勢



中海集運(601866.SH/2866.HK)

Buy 買入

下半年主業改善明顯，未來受益油價下跌

結論與建議：

公司 2014 全年盈利 10.5 億元，其中下半年主業的利潤約 5 億元，緣於成本控制得力。2015 年公司受益油價下跌，利潤有望大幅提高。維持 AH 股買入的投資建議。

■ **2014 年業績：**公司公佈業績預告，預計 2014 年實現盈利 10.5 億元，超出我們的預期 2 億元，好於去年同期的虧損 26.5 億元。年內出售上海崢嶸實業有限公司、中海洋山國際集裝箱儲運有限公司和中海碼頭發展有限公司股權帶來投資收益 9.5 億元，並獲得政府拆船補貼 7770 萬元，扣除上述影響，主業基本盈虧平衡。從半年情況來看，2014 年下半年主業明顯改善，實現盈利 5 億元，大幅好於去年同期的虧損 13.8 億元，4Q 單季主業利潤約 3.4 億元。

■ **公司經營：**主業實現盈利原因是年內多艘萬噸級新船交付，運營遠洋航線相比之前的中小型船油耗減少近 2 成，此外公司通過高效率使用燃油、降低船速等措施減少燃油支出，實現了毛利率的提高，全年毛利約為 3.4%，好於去年同期的-5.48%的水平。

■ **近期運價：**年內中國出口集裝箱運價相比去年基本平穩。短期來看，近期集運市場進入春節旺季，公司上調運價水平整體上漲，歐線運價 1 月 19 和 26 日分別上調 350 元/TEU 和下調 100 美元/TEU，目前運價為 1250 美元/TEU。美西和美東航線 1 月 15 分別上調 200 和 100 美元/TEU，目前運價為 2000 和 5700 美元/TEU。

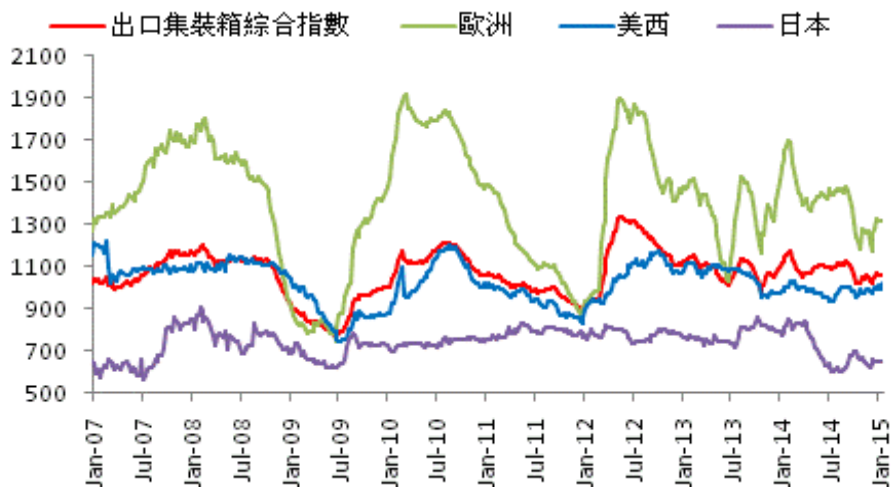
■ **展望未來：**2015 年國際集裝箱運力增長預計為 8%，國際貿易增速約為 5.5%，供需失衡仍將延續一段時間。但新的三大班輪聯盟格局初步形成，占全球運力達到 73%，將在航線、運力協調等方面進行合作，集運價格有望緩慢回升。近期國際油價大幅下跌，目前維持在 49 美元左右的水平。假設 2015 年平均油價 70 美元，將使得公司節省年燃油支出約 20 億元，平均毛利提高 5.5 個百分點。

■ **盈利預測：**預計 2014、2015 年公司分別盈利 26.6 和 28.8 億元，YOY 增速分別為 153.1%和 8.2%，EPS 分別為 0.23 和 0.25 元，A 股 PE 為 18.8 和 17.4 倍，H 股 PE 為 8.3 和 7.7 倍，維持公司買入評級。

..... 接續下頁 .....

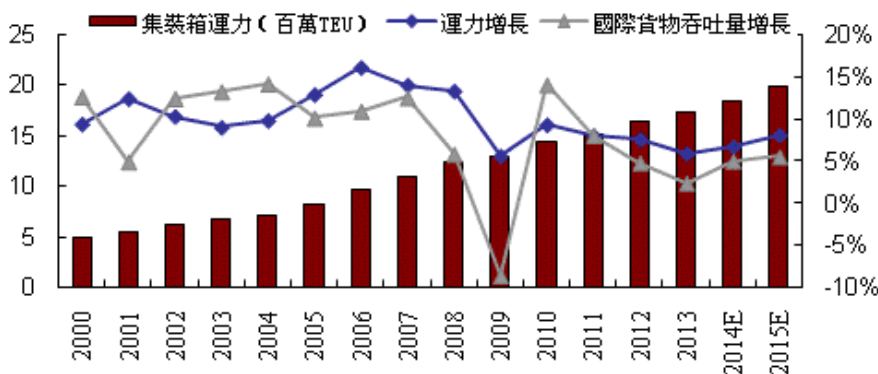
年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
純利 (Net profit)	RMB百萬元	-2,743	523	-2,646	1,053	2,664	2,884
同比增減	%	-165.27%	-119.05%	-606.26%	-139.78%	153.06%	8.24%
每股盈餘 (EPS)	RMB元	-0.235	0.045	-0.226	0.090	0.228	0.247
同比增減	%	-165.27%	-119.05%	-606.26%	-139.78%	153.04%	8.23%
A 股市盈率(P/E)	X	NA	95.89	NA	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%

圖 1、中國集裝箱運價指數



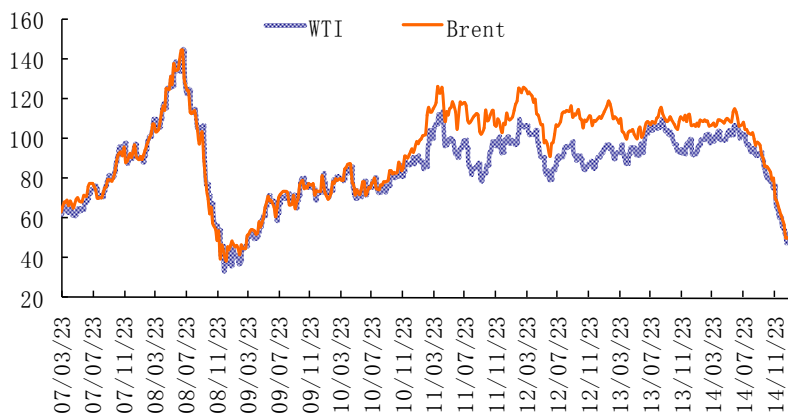
資料來源：中華航運網

圖 2、國際集裝箱運力及貨物吞吐量比較



資料來源：Alphaliner、國際貨幣基金組織

圖 3、布侖特原油期貨價格



資料來源：NYMEX

預期報酬(Expected Return: ER)為准，說明如下：

- 強力買入 Strong Buy (ER ≥ 30%)；買入 Buy (30% > ER ≥ 10%)
- 中性 Neutral (10% > ER > -10%)
- 賣出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

## 附一：合并損益表

百萬元	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
營業額	28281	32581	34341	36758	37861	39754
經營成本	30306	32722	36224	35508	33620	35182
營業稅金及附加	84	96	47	51	114	119
銷售費用	-	-	-	-	-	-
管理費用	679	889	912	963	947	994
財務費用	49	395	444	396	450	470
資產減值損失	-24	20	6	15	25	25
投資收益	82	102	351	993	100	100
營業利潤	-2732	-1439	-2942	818	2805	3064
營業外收入	108	1614	488	442	400	400
營業外支出	3	23	54	78	30	30
稅前利潤	-2626	152	-2509	1183	3175	3434
所得稅	74	-419	112	102	476	515
少數股東權益	43	48	26	28	35	35
淨利潤	-2743	523	-2646	1053	2664	2884

## 附二：合并資產負債表

百萬元	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
貨幣資金	7073	8832	9605	9522	11269	13685
應收帳款	1458	2070	2252	2411	2483	2607
存貨	1206	1238	1557	1667	1717	1802
流動資產合計	10318	12924	14128	14199	15468	18094
長期投資淨額	1914	1986	2299	2529	2782	3060
固定資產合計	30172	31685	31395	32965	34613	36344
在建工程	6861	3976	2364	1891	1513	1210
無形資產	116	117	110	115	121	127
資產總計	49412	51205	50817	51699	54497	58835
流動負債合計	9767	6325	13265	11958	11369	12064
長期負債合計	12745	17406	13334	14001	14701	15436
負債合計	22512	23732	26599	25959	26070	27500
少數股東權益	877	945	447	469	492	517
股東權益合計	26901	27474	24218	25271	27935	30818
負債和股東權益總計	49412	51205	50817	51699	54497	58835

## 附三：合并現金流量表

百萬元	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
經營活動產生的現金流量淨額	-2261	223	-1018	3681	5292	5512
投資活動產生的現金流量淨額	-5521	1305	-1984	-2977	-2679	-2143
籌資活動產生的現金流量淨額	4347	233	3937	-787	-866	-953
現金及現金等價物淨增加額	-3435	1758	772	-83	1747	2416

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。