

# 中海集运 (601866. sh)

## 集运龙头 回归 A 股

黄永琳 交通运输业 研究员

电话: 020-87555888-660

eMail: hyl2@gf.com.cn

### 中海集团下的集运公司，运力全国第一、世界第六

中海集运是中海集团下属专业从事集装箱运输的公司，船队运力在全球班轮公司中排名第六，在中国班轮公司中位居第一。公司船队结构具有大型化和年轻化的特点：4000TEU以上的大型集装箱船舶占总船舶运力的79.8%；平均船龄为7.6年，远小于全球集装箱运输行业11.5年的平均船龄。

### 成本优势明显，盈利波动性强

集运行业竞争激烈，毛利率不高，因此有效地控制船舶经营成本对于集装箱运输行业非常重要，公司在成本方面的优势较为明显。首先，公司几次大规模的购船租船均成功地选择在行业低点 and 船价低点。其次，公司50%以上的船舶悬挂五星红旗，可以在国内港口中转，一方面可以利用干线稍带方式，提高干线船舶舱位利用率，另一方面，可以以我国港口为中转港，降低中转成本。第三，由于公司的船队船龄新、运载能力强，因此维修成本及单位TEU的固定运营成本也较低。受运价周期性波动的影响，公司净利润、毛利率水平波动比较大。

### 集运市场谨慎看好

我们认为未来几年集装箱运力增长与运输市场的需求增长的差距将有所缩减。从供应的角度看，经济航速的普遍应用及长航线的增多、港口及内陆的堵塞降低运力周转以及新兴市场的兴起吸收了部分新增运力。从需求角度看，欧线需求继续看好，同时我国对南美、非洲、大洋洲的贸易增量一定程度上弥补了美线的下降量。

### 估值

我们选择用动态市盈率及动态市净率的估值办法，并参考目前A-H市场的价差，预计公司的上市价格区间为[8.65元-9.79元]。

### 预测及评估

	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营收入(万元)	2,862,501.41	3,090,816.34	3744817	4690479	5747602
EBITDA(万元)	555,232.84	276,301.24	397705	497546	666152
净利润(万元)	337,874.77	66,924.75	317733	368355	494435
净利润增长率	-15.08%	-80.19%	375%	16%	34%
每股收益(元)	0.56	0.11	0.27	0.32	0.42
市盈率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股红利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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

### 价格区间

发行价格	6.62 元
上市价格	8.65 元-9.79 元

### 股票数据

总股本(万股)	934650.00
流通股本(万股)	375100.00
主要股东:	
	中国海运(SS)
主要股东持股比例	38.62%
流通 A 股比例	40.13%

### 财务比率

ROE	4.14%
ROA	2.18%
资产负债率	47.24%
每股净资产(元)	2.69

### 2006 年报数据

### 发行信息:

发行价格(元)	6.62
主承销商: 瑞银证券有限责任公司	
中国国际金融有限公司	
发行市盈率	23.94

## 目录索引

中海集团下的集运公司 .....	3
中海集团是第一大股东 .....	3
班轮业务是公司主要利润来源 .....	4
本次募集资金用于购船和码头资产 .....	4
<b>公司特点.....</b>	<b>4</b>
船队规模大，船舶大型化年轻化特点明显 .....	4
成本优势明显 .....	6
盈利波动性强 .....	6
<b>集装箱运输市场谨慎看好 .....</b>	<b>7</b>
供给面有所放缓 .....	7
需求谨慎看好 .....	8
<b>盈利预测及估值 .....</b>	<b>10</b>
盈利预测 .....	10
估值 .....	12
<b>风险提示.....</b>	<b>13</b>

## 图表索引

表 1 本次发行前后公司股权结构 .....	3
表 2 各业务板块的收入及占比 .....	4
表 3 全球前 20 大班轮公司最新排名统计 .....	5
表 4 公司现有船队数据 .....	5
表 5 2001 年以来新造船舶和船舶租赁价格情况表 .....	6
表 6 主要航线运价预计 .....	11
表 7 主要航线运量预计 .....	11
表 8 利润预测简表 .....	11
表 9A 股可比上市公司动态市盈率 .....	12
表 10A 股港口公司（以集装箱为主）动态市净率 .....	12
表 11 交运板块 A-H 股价差 .....	12
表 12 资产负债简表 .....	14
表 13 利润简表 .....	14
 图 1 中海集团下属 A 股上市公司 .....	 3
图 2 公司近三年净利润及毛利率 .....	7
图 3 集装箱船运力供给变化 .....	8
图 4 集装箱船舶运力需求变化 .....	8
图 5 中国进出口总额增长情况 .....	9
图 6 我国对世界各洲进出口额增速 .....	10
图 7CCFI 走势图（2006 年-2007 年） .....	10
图 8 我国港口货物吞吐量 .....	10

## 中海集团下的集运公司

### 中海集团是第一大股东

公司大股东是国有特大型航运企业中海集团，截至2007年6月30日，中海集团旗下拥有各类自有船舶365艘，总载重吨1354万吨，拥有的船舶载重吨位居全国第二位，沿海货运量和沿海客运量居全国第一位。

中海集运（中海集装箱运输股份有限公司）是中海集团下属专业从事集装箱运输的公司。2004年6月16日，公司在香港联交所主板上市，股票代码为“2866”。H股发行完成后，公司总股本为603000万股，其中，中国海运持有361000万股，占总股本的59.87%。此次公司回A股市场拟发行不超过233662.5万股A股，假设此次发行233662.5万股，则发行后中海集团股比降为32.11%，仍为第一大股东。

表 1 本次发行前后公司股权结构

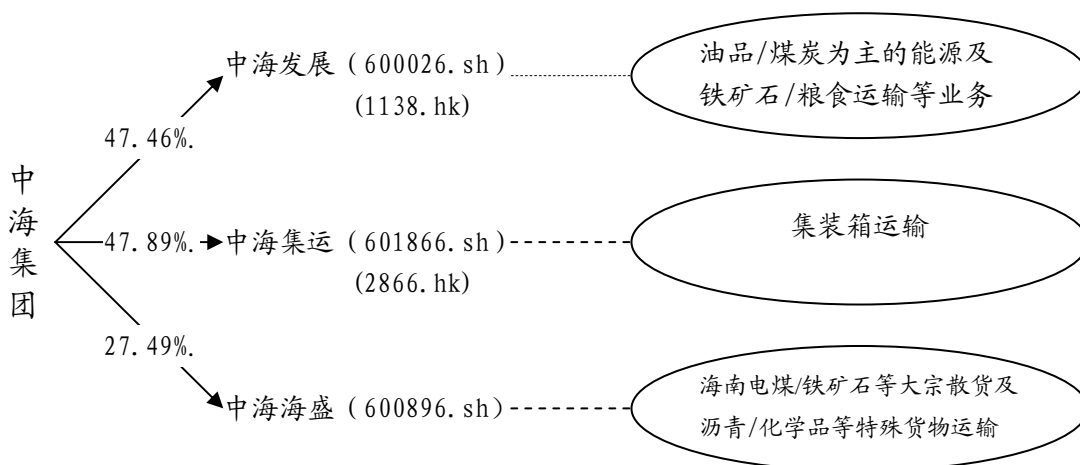
	本次发行 A 股前		本次发行 A 股后	
H 股	375100	40.13%	375100	32.11%
A 股	559550	59.87%	793212.5	67.89%
中国海运	559550	59.87%	559550	47.89%
本次发行 A 股			233662.5	20.00%
总计	934650	100.00%	1168312.5	100.00%

假设此次发行23.36625亿股A股

数据来源：招股说明书

除了中海集运外，中海集团下属还有两家公司在A股市场上市，分别为中海发展和中海海盛。中海发展主要经营原油、成品油、煤炭运输为主的能源运输业务，以及铁矿石、粮食运输等业务。中海海盛主要从事海南地区的电煤和铁矿石等大宗散货运输和沥青、化学品等特殊货物运输业务。

图1 中海集团下属A股上市公司



数据来源：公司公告

### 班轮业务是公司主要利润来源

中海集运主要从事集装箱运输及相关业务，业务范围涉及集装箱运输、船舶租赁等。截至2007年6月30日，公司共经营151艘集装箱船，总运力达42.7107万TEU，在全球134个港口挂靠。公司目前共经营74条国际航线，独立经营17条内贸航线（不包括下属上海浦海和五洲航运经营的航线）。此外，下属的上海浦海和五洲航运还经营长江流域、珠江流域、国内沿海和东南亚支线。公司在全球拥有98个境内和118个境外销售和服务网点，另外还有82个境外销售和服务公共代理。

公司的营业收入主要来自于两个部分，即班轮业务和租船业务，其中，班轮业务是公司最主要的业务收入来源。2004年、2005年、2006年和2007年1-6月，班轮业务收入分别占总收入的98.2%、99.3%、99.4%和99.6%。

表 2 各业务板块的收入及占比 单位：万元

	2007 年 1-6 月		2006 年		2005 年		2004 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
班轮业务	1739113	99.6%	3070853	99.4%	2841241	99.3%	2126310	98.2%
租船业务	6682.7	0.4%	19963.5	0.6%	21260.3	0.7%	39848.6	1.8%
合计	1745796	100.0%	3090816	100.0%	2862501	100.0%	2166158	100.0%

数据来源：招股说明书

### 本次募集资金用于购船和码头资产

本次募集资金总额在扣除发行费用后，将用于订造集装箱船舶，收购与集装箱运输业务相关资产，补充流动资金和偿还银行贷款，具体用途如下：

（1）88 亿元用于订造集装箱船舶，其中27亿元用于国内订造4艘8530TEU集装箱船及4艘4250TEU集装箱船，61亿元用于委托韩国三星建造的8艘13300TEU集装箱船。

（2）20 亿元用于收购与集装箱运输业务相关资产。主要包括收购中国海运所拥有的码头企业股权、中国海运所拥有的集装箱租赁、制造以及相关产业的企业股权。收购完成后，将进一步延长产业链，减少关联交易。

（3）12 亿元用于补充流动资金和偿还银行贷款，以改善公司财务状况，满足公司战略发展和运营需求。

## 公司特点

### 船队规模大，船舶大型化年轻化特点明显

集装箱运输称为班轮运输，需要在固定航线上，按固定时间，在固定港口之间往返运输，对于班轮公司而言，开辟一条航线需要投入的运力较大。由于货主比较分散，相应的装卸点也比较分散，并且货主对航班准点率的要求较高，因此船公司的规模效应比较明显。

中海集运拥有较大的船队规模和良好的船队结构。截至2007年6月30日，公司经营（包括自有经营和租赁经营）的船舶共有151艘，总运力达42.7107万TEU，公司船队运力在全球班轮公司中排名第六，在中国班轮公

司中位居第一。除了总体规模较大外，公司船队结构还具有大型化和年轻化的特点，截至2007年6月30日，公司经营4000TEU以上的大型集装箱船舶共61艘，占总船舶数量的40.4%；4000TEU以上的大型船舶运力共计340,658TEU，占总船舶运力的79.8%。此外，公司船舶船龄较新，截至2007年6月30日，公司经营的集装箱船舶的平均船龄为7.6年，远小于全球集装箱运输行业11.5年的平均船龄；拥有的新船舶（船龄小于4年）总运力达276,256TEU，占公司集装箱船舶总运载能力的64.68%。此次募集资金订造的4艘8530TEU型的集装箱船舶将于2008年交付，4艘4250TEU型的集装箱船舶将于2008年至2009年交付，8艘13300TEU型的集装箱船舶将于2010年至2012年交付，这些船舶的交付使用将进一步优化船队结构。

表 3全球前20大班轮公司最新排名统计（截至2007年7月1日）

排名	航商	中文名称	总运力		自有运力		租赁运力	
			TEU	艘数	TEU	艘数	TEU	艘数
1	APM-Maersk	马士基航运	180.69	520	88.05	176	92.64	344
2	MSC	地中海航运	111.99	345	66.88	209	45.11	136
3	CMA CGM	达飞海运	80.18	338	28.66	95	51.51	243
4	Evergreen	长荣海运	60.82	176	36.59	105	24.23	71
5	Hapag-Lloyd	赫伯罗特	48.64	142	24.25	60	24.39	82
6	CSCL	中海集运	42.88	152	23.16	91	19.62	61
7	COSCON	中远集运	41.14	141	21.64	95	19.49	46
8	NYK	日本邮船	36.23	126	20.04	43	16.19	83
9	APL	总统轮船	36.12	112	14.38	39	21.73	73
10	Hanjin/Senator	韩进海运	34.12	82	10.26	20	23.86	62
11	OOCL	东方海外	33.48	80	18.87	33	14.61	47
12	K Line	川崎汽船	30.78	101	14.26	35	16.52	66
13	MOL	大阪三井	30.06	92	16.64	34	13.42	58
14	Zim	以星航运	26.38	107	13.76	45	12.62	62
15	Yang Ming	阳明海运	25.32	77	16.74	48	8.58	29
16	CSAV	智利南美航运	24.76	85	2.12	4	22.64	81
17	Hamburg-Süd	汉堡南美航运	22.24	90	9.91	30	12.34	60
18	Hyundai M.M.	现代商船	17.51	41	4.33	13	13.18	28
19	PIL	太平船务	15.57	105	9.96	70	5.61	35
20	Wan Hai	万海航运	12.44	75	9.01	49	3.43	26

数据来源：招股说明书

表 4 公司现有船队数据

规模	艘数	船舶数量比例	运力 (TEU)	运力比例	平均船龄 (年)
1000TEU 以下	49	32.45%	17,085	4.00%	10.54
1000-2000TEU	27	17.88%	34,252	8.02%	12.09
2000-3000TEU	14	9.27%	35,112	8.22%	8.65
3000-4000TEU	-	-	-	-	-
4000-5000TEU	31	20.53%	129,369	30.29%	2.92



5000-7000TEU	18	11.92%	101,945	23.87%	4.22
7000TEU 以上	12	7.95%	109,344	25.60%	1.46
合计	151	100.00%	427,107	100.00%	7.6

数据来源：招股说明书

### 成本优势明显

集运行业由于竞争激烈，毛利率不高，因此有效地控制船舶经营成本对于集装箱运输行业非常重要，在成本方面公司的优势较为明显。

首先，公司一直采用反周期的购船政策，几次大规模的购船租船均成功地选择在行业低点和船价低点。2001-2002年集装箱运输行业处于低谷时，公司以较低的价格新建了多艘集装箱船，其中主要是4000TEU以上的大型船舶，2003-2005年行业回升时期，这部分船正好相继完工投产，公司的盈利水平得以大幅提升。自2002年至今，公司的单箱折旧成本持续低于中远集运、万海海运、东方海外、NOL，2007年上半年，公司的单箱折旧成本较其余四家企业的平均折旧成本低了约1/4。公司现有订单成本优势仍然持续，如8530TEU船订单的建造成本平均为9500万美元，而目前市价已达1.3亿美元，4250TEU船订单的建造成本平均为5700万美元，而目前市价已达7800万美元。

其次，公司 50%以上的船舶悬挂五星红旗，可以在国内港口中转。一方面可以有效地利用内外贸集装箱同船运输的规定，利用干线捎带方式，充分利用运力，提高干线船舶舱位利用率，降低中转成本，缩短全程运输时间，另一方面，国内港口的中转费低于国外港口，如新加坡港每 TEU 中转收费 110USD，釜山港每 TEU 中转收费 95~100USD，而国内的天津港、大连港、青岛港、连云港、赤湾港、宁波港等港口每 TEU 中转收费仅为 50~100USD，公司以我国港口为中转港，降低了中转成本。

第三，在船舶运营方面，由于公司的船队船龄新、运载能力强，因此维修成本及单位TEU的固定运营成本也较低。

表 5 2001年以来新造船舶和船舶租赁价格情况表

	新船价格（百万美元）				平均租船价格（每日美元）		
运力（TEU）	500	1500	3500	6500	500	1500	3500
吨位（吨）	8000	22000	40000-45000	75000	8000	22000	40000-45000
2001 年	9.9	23.0	41.0	69.9	4,475	9,475	19,325
2002 年	9.5	20.8	33.8	63.5	4,475	7,200	14,425
2003 年	12.9	22.6	36.9	66.5	4,975	11,750	23,675
2004 年	18.0	31.1	50.3	86.0	7,075	20,200	31,575
2005 年	18.5	36.4	55.9	101.1	9,175	25,275	30,350
2006 年	15.7	33.2	53.5	96.8	7,725	16,125	25,950

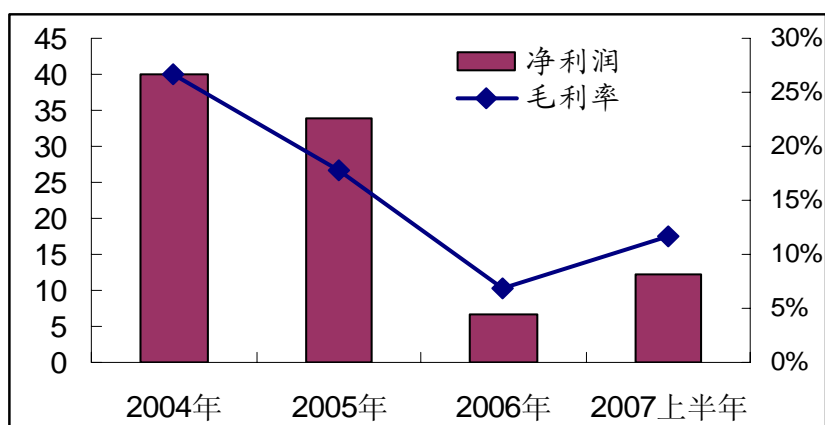
数据来源：Drewry，2006年12月

### 盈利波动性强

国际集装箱运输业是比较典型的周期性行业，受运价周期性波动的影响，公司净利润、毛利率水平波动比较大。2004年，公司实现净利润39.87

亿，毛利率达到26.72%；2005年随着全球集装箱运输行业步入下降通道，公司的净利润和毛利率开始下滑，2005年公司的毛利率降为17.74%；2006年，由于马士基实行“保证市场份额”的策略，主动调低运价，使得全球集装箱运输业进一步下滑，公司净利润和毛利率水平也降至低点，全年净利润只有6.75亿元，毛利率仅为6.75%。

图2 公司近三年净利润及毛利率



数据来源：公司年报、半年报

与同类公司相比，中海集运的波动性还更强一些，主要是因为公司为了保证航线和运费制定上的灵活性，没有加入任何主要的运价协会或集运联盟，同时公司的长期大客户比例较低，如太平洋航线上的直接客户比例为60%，亚欧航线的直接客户比例为15%，低于其他集运公司。因此在行业周期上升的时候，公司能够及时充分享受周期上升的收益，但是在周期下降的时候，公司的盈利能力下降得也更迅速。

## 集装箱运输市场谨慎看好

我们认为目前及未来几年集装箱运力增长与对运输市场的需求增长的差距将有所缩减。从供应的角度看，经济航速的普遍应用及长航线的增多；港口及内陆的堵塞降低运力周转以及新兴市场的兴起吸收了部分新增运力。从需求角度看，欧线的需求继续看好，同时我国对南美、非洲、大洋州的贸易增速一定程度上弥补了美线的下降。

### 供给面有所放缓

2006年、2007年是集装箱船舶交付的高峰，根据clarkson的最新数据，2006年、2007年全球集装箱船舶运力同比增幅分别达13.5%、13.4%，2008年运力供给开始呈下降趋势，降为11.7%，供给面有所放缓。

除了运力供给增速有所放缓外，市场上还有一些因素能够继续消化增加的运力。首先，由于未来的新增运力主要为4000TEU以上的大船，而大船本身需要投入到主要的航线规模效应才比较明显，这些航线如跨太平洋航线和亚欧航线由于运距较长，航线消耗的运力会比较多；其次，国外的港口和内陆运输瓶颈降低了船舶的周转，从而降低了有效运力供给，这一点在今年的干散货市场上表现十分明显；第三，由于轻泡货的增多，近

几年高柜所占比例逐年增加,根据Drewry的统计,2006年高柜占整个集装箱量的38%,并预计高柜因素的影响降低有效供给达1-1.5%。

图 3 集装箱船运力供给变化

Container Capacity	,000 teu, end				Trend 2004-2008		
	2004	2005	2006	2007	2008	% p.a.	
Containerships	7,177	8,117	9,458	10,930	12,395	STRONG	15%
Multi-purpose	1,010	1,042	1,080	1,165	1,238	STRONG	5%
Ro-Ro	364	364	362	364	365	STEADY	0%
Cargo Liners	66	65	60	56	54	WEAK	-5%
Cargo Tramps	24	24	27	26	25	STEADY	1%
Conbulker	448	447	447	445	444	WEAK	0%
Barge/Hvy.Lift	21	21	19	17	19	WEAK	-3%
Vehicle Carriers	29	29	29	28	26	WEAK	-2%
Reefer	66	66	66	65	63	WEAK	-1%
<b>TOTAL</b>	<b>9,206</b>	<b>10,175</b>	<b>11,547</b>	<b>13,094</b>	<b>14,628</b>	<b>STRONG</b>	<b>12%</b>
<b>% growth</b>	<b>8.0%</b>	<b>10.5%</b>	<b>13.5%</b>	<b>13.4%</b>	<b>11.7%</b>		

数据来源: CLARKSON

图 4 集装箱船舶运力需求变化

Container Activity	Million teu lifts				Trend 2004-2008		
	2004	2005	2006	2007	2008	% p.a.	
<b>EUROPE</b>	<b>70</b>	<b>77</b>	<b>83</b>	<b>90</b>	<b>96</b>	<b>STRONG</b>	<b>8%</b>
NW Europe	46	51	56	62	66	STRONG	9%
Med.	23	26	27	28	30	STRONG	6%
<b>ASIA</b>	<b>175</b>	<b>194</b>	<b>219</b>	<b>250</b>	<b>282</b>	<b>STRONG</b>	<b>13%</b>
Japan	16	17	18	19	20	STRONG	6%
China (incl. HK)	75	89	104	122	141	STRONG	17%
Other	84	89	97	109	121	STRONG	10%
<b>N.AMERICA</b>	<b>40</b>	<b>43</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>48</b>	<b>STRONG</b>	<b>5%</b>
WC	21	23	24	24	25	STEADY	5%
EC	16	17	18	18	19	STRONG	5%
Other	3	3	3	3	3	STRONG	6%
<b>OTHERS</b>	<b>59</b>	<b>67</b>	<b>74</b>	<b>80</b>	<b>86</b>	<b>STRONG</b>	<b>10%</b>
<b>TOTAL, m. teu lifts</b>	<b>343</b>	<b>381</b>	<b>420</b>	<b>466</b>	<b>513</b>	<b>STRONG</b>	<b>11%</b>
<b>TOTAL TRADE, m. teu</b>	<b>96</b>	<b>106</b>	<b>117</b>	<b>130</b>	<b>143</b>	<b>STRONG</b>	<b>11%</b>
<b>% growth</b>	<b>13.4%</b>	<b>10.5%</b>	<b>10.8%</b>	<b>11.0%</b>	<b>9.8%</b>		

数据来源: CLARKSON

### 需求谨慎看好

集装箱运量取决于全球贸易额和中国进出口额,其中中国进出口额对中海集运的影响更为重要。2005年和2006年公司从中国出口的集装箱收费箱量分别占到了集装箱总收费箱量的84.4%和81.57%。不管是全球贸易额还是中国的进出口额都和世界各国的经济发展有关。

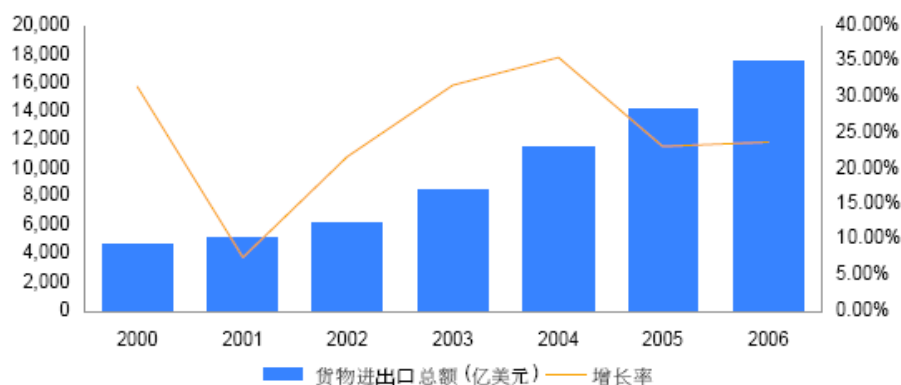
从全球经济角度看,根据国际货币基金组织(IMF)最近发表的《世界经济展望》报告预测,2007年和2008年全球经济将分别增长5.2%和4.8%,低于2006年的5.4%。报告认为,尽管全球经济在最近几个季度里保持强劲增长,但金融市场的动荡使增长前景蒙上了阴影,不过,得益于新兴市场



经济体总体稳健的基本面和强劲的增长势头，全球经济明年仍将保持比较坚实的增长步伐。

IMF认为作为世界最大经济体的美国经济走势不容乐观，预测明年美国经济将增长1.9%，比该组织此前的预测值低0.9个百分点。而发展中国家尤其是新兴经济体前景相对乐观。新兴经济体相对集中的亚太地区发展迅猛，今明两年增长率分别达到8.0%和6.9%，其中中国达到11.5%和10.0%，印度为8.9%和8.4%。新兴市场经济体正成为世界经济稳定的来源。IMF预测今明两年世界贸易量（货物和服务，剔除汇率和价格因素）将分别增长6.6%和6.7%，比其4月份的预测值分别低0.4和0.7个百分点，分别比2006年下降2.6和2.5个百分点。

图 5 中国进出口总额增长情况



数据来源：招股说明书

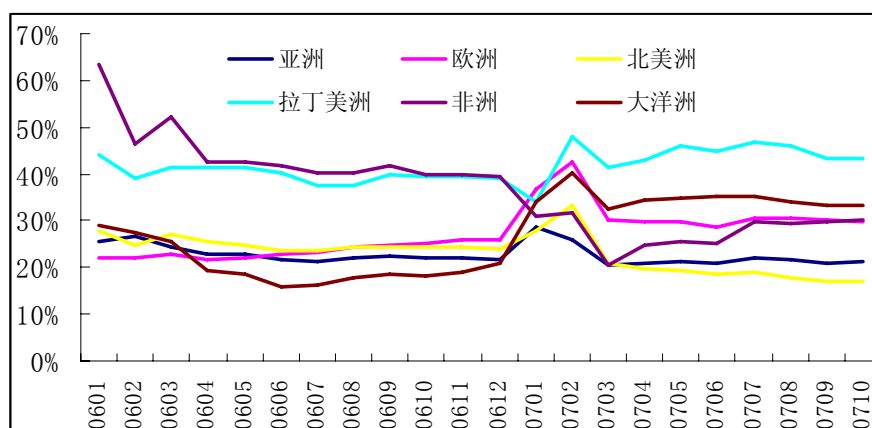
我们对明年的需求谨慎看好。对中海集运而言，美线、欧线和内贸运输是公司的主要市场，货运量占比分别为23%、21%、34%，美线虽然受美国经济放缓的影响，需求将继续走低，但是我们看好欧线和内贸运输市场。

首先，根据IMF和Drewry的预测，欧洲经济放缓的幅度有限，预计欧洲的集装箱运量增速将从2006年的10.5%提升到2007年的14.3%，08年下滑至12.7%，并且人民币对欧元的相对贬值在一定程度上带动了欧线运输需求的增长，从CCFI欧线的走势图上也可以看出欧线运价指数不断上涨。

其次，内贸方面，公司在内贸航线运输上具有稳固的市场地位和持续的盈利增长。公司50%以上的集装箱船舶悬挂五星红旗，根据我国规定，只有悬挂五星红旗的船舶可以进行内贸运输，因此与国内外其他大型船公司相比公司在内贸航线上具有绝对优势。2007年上半年公司拥有内贸航运市场份额比例大于40%，内贸航线收入同比增长92%，箱量增长36.7%，在内贸航运市场中稳居第一。由于内贸航线周转快，因此相对国际航线利润率更高。

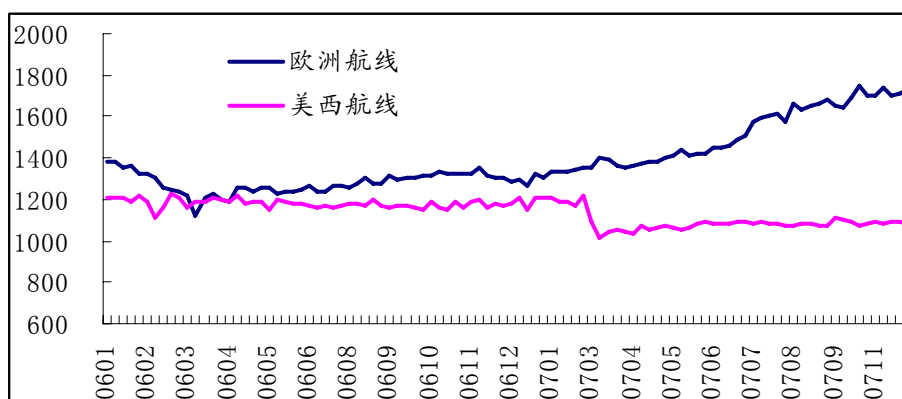
第三，虽然欧美日是中国的主要贸易伙伴，但是近年来中东、拉美、中西非、东盟、俄罗斯等地区与中国的贸易也在迅速增长，这些地区的增长可以在一定程度上弥补美线的下降。今年以来，我国对拉丁美洲、大洋洲、欧洲、非洲的进出口增速都保持在30%以上的高位。

图 6 我国对世界各洲进出口额增速



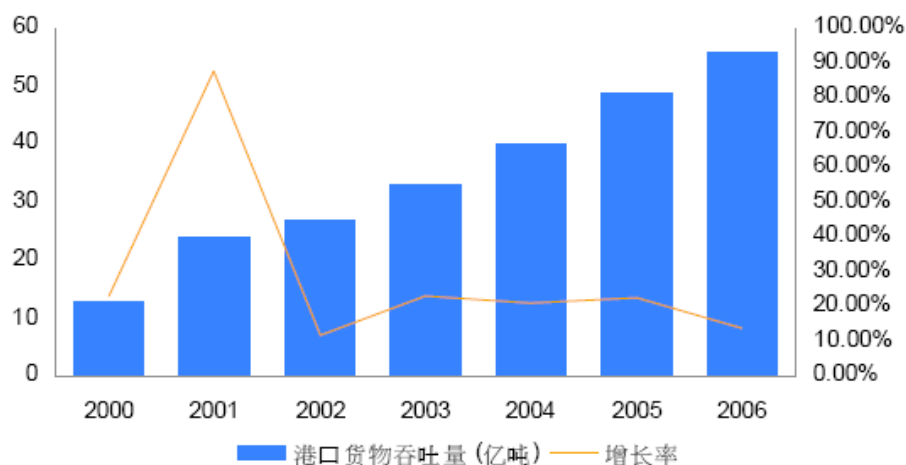
数据来源: WIND

图 7 CCFI 走势图 (2006 年-2007 年)



数据来源: 中贸物流资讯

图 8 我国港口货物吞吐量



数据来源: 国家统计局

## 盈利预测及估值

### 盈利预测

在市场普遍看好欧线, 看淡美线的环境下, 航运公司势必对运力有所

调整，因此我们预计明年美线运价会有所回升，从今年的下降5%回升到明年的上涨2%，而欧线运价的涨幅将从40%降至13%。

表 6 主要航线运价预计 单位：美元/TEU

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
太平洋航线	1316	1235	1170	1193.4	1217.268
增幅	26.78%	-6.16%	-5.26%	2.00%	2.00%
亚欧航线	1002	822	1150	1299.5	1429.45
增幅	-7.82%	-17.96%	39.90%	13.00%	10.00%
亚太航线	505	461	550	577.5	606.375
增幅	0.60%	-8.71%	19.31%	5.00%	5.00%
国内航线	155	149	210	241.5	277.725
增幅	-11.93%	-3.87%	40.94%	15.00%	15.00%

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

表 7 主要航线运量预计 单位：万 TEU

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
太平洋航线	1092	1357	1582	1771.84	2037.616
增幅	22.28%	24.27%	16.58%	12.00%	15.00%
亚欧航线	1219	1352	1550	1813.5	2067.39
增幅	37.58%	10.91%	14.64%	17.00%	14.00%
亚太航线	766	786	1100	1320	1491.6
增幅	17.48%	2.61%	39.95%	20.00%	13.00%
国内航线	1402	1713	2141	2569.2	3031.656
增幅	27.22%	22.18%	24.99%	20.00%	18.00%

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

我们假设公司今年执行15%的所得税率，2008年开始执行25%的所得税率，根据公司招股说明书，按可供分配年度利润约25%作为现金股息分配。在不考虑港口投资收益的前提下，根据我们的预测，2007、2008、2009年公司的营业收入分别为374.48亿元、469.05亿元、574.76亿元，每股盈利分别为0.27元、0.32元、0.42元。

表 8 利润预测简表

单位：万元	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
营业收入	2862501	3090816	3744817	4690479	5747602
营业成本	2354590	2881816	3257991	4080717	4942938
营业利润	398713	89368	375618	494109	663686
利润总额	410652	89912	376514	495180	664670
归属母公司净利润	337875	66925	317733	368355	494435
EPS	0.56	0.11	0.27	0.32	0.42
ROE	21.98%	4.11%	19.17%	10.45%	12.46%

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

## 估值

由于集装箱运输行业属于周期性行业，盈利波动能力大，我们认为用DCF模型做估值并不合适，我们选择用动态市盈率的估值办法来对公司进行估值，对于公司募集资金中计划用20亿元收购的集装箱码头股权，我们认为可以保守地类比A股可比集装箱港口上市公司的PB来进行估值。同时由于公司已经在H股市场上市，因此我们也参考目前A-H市场的价差来进行定价。

法一：8.65元

目前A股市场可比上市公司2008年的动态市盈率为26倍左右，由于公司的盈利波动性较可比公司大，我们略微降低合理PE，以24倍市盈率、2008年EPS0.32元计算，公司航运部分业务每股价值为7.68元。

A股以集装箱装卸为主的港口上市公司2008年平均市净率为5.68倍，以20亿元投入计算，港口业务价值约为113.6亿元，折合每股价值0.97元。因此公司每股价值约为8.65元。

**表 9A 股可比上市公司动态市盈率**

	2008PE	ROE (%)
中国远洋	18.75	27.5
中海发展	24.09	27.9
中远航运	26.19	25.3
招商轮船	29.19	10.9
南京水运	34.56	12.8
均值	26.55	20.88

市价取2007年12月7日收盘价

数据来源：WIND资讯，广发证券发展研究中心

**表 10A 股港口公司（以集装箱为主）动态市净率**

	2008 年
上港集团	6.14
盐田港	5.32
深赤湾	5.58
均值	5.68

数据来源：广发证券发展研究中心

法二：9.79元

目前交通运输板块A-H价差在70%左右，其中同属水运行业的中国远洋和中海发展的价差在50%左右，我们以中海集运目前H股价格6.53元计，按50%的溢价率，则公司的A股价格约为9.79元。

**表 11 交运板块 A-H 股价差**

证券代码	证券简称	A 股价格	H 股（港币）	H 股（人民币）	A-H 溢价
600012	皖通高速	8.10	6.04	5.74	41%
600029	南方航空	25.79	9.83	9.34	176%
600115	东方航空	17.23	7.74	7.36	134%
600377	宁沪高速	9.44	8.69	8.26	14%
600548	深高速	10.58	8.00	7.60	39%

601333	广深铁路	8.52	5.77	5.48	55%
601919	中国远洋	41.37	27.45	26.09	59%
600026	中海发展	31.09	22.15	21.05	48%
					71%

数据来源：WIND资讯 取2007年12月7日收盘价

## 风险提示

航运业属于国民经济基础产业，其行业景气度与宏观经济状况紧密相连。全球和中国经济的发展状况将直接影响国际贸易往来，从而影响公司的经营状况和盈利水平。



## 附表

表 12 资产负债简表

截至 12 月 31 日/万元	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
货币资金	342679	291554	1000675	563916	289838
应收及预付	356970	387881	910226	1135858	1383476
存 货	55472	63573	80088	92101	105916
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	4759	4876	9133	9133	9133
固定资产	1690715	2023792	2118347	2800714	3240714
在建工程	367698	289690	192762	194690	196636
无形资产	1472	1416	1359	1330	1302
其他资产	13085	8163	6037	6037	6037
<b>资 产 总 计</b>	<b>2832849</b>	<b>3070945</b>	<b>4318626</b>	<b>4803779</b>	<b>5233052</b>
短期借款	0	40000	0	0	0
应付款项	371474	443187	454218	489710	471964
其他流动负债	0	0	0	0	0
长期负债合计	816168	967601	557349	557349	557349
少数股东权益	3793	4344	6648	9679	13746
股本	603000	603000	1168313	1168313	1168313
股东权益合计	1645207	1620156	3307059	3756720	4203739
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>2832849</b>	<b>3070945</b>	<b>4318626</b>	<b>4803779</b>	<b>5233052</b>

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

表 13 利润简表

截至 12 月 31 日/万元	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
一、营业收入	2862501	3090816	3744817	4690479	5747602
减：营业成本	2354590	2881816	3257991	4080717	4942938
营业税金及附加	17235	18880	25878	32413	39719
管理费用	44098	48146	63662	79738	97709
财务费用	40942	51768	22193	4005	4005
资产减值损失	7520	1484	0	0	0
投资收益	596	646	526	502	454
二、营业利润	398713	89368	375618	494109	663686
加：营业外收入	12988	1192	1233	1254	1244
减：营业外支出	1049	648	338	182	260
其中：非流动资产处置损失	83	251	5	0	0
三、利润总额	410652	89912	376514	495180	664670
减：所得税费用	72578	22437	56477	123795	166168
四、净利润	338074	67475	320037	371385	498503
归属于母公司所有者的损益	337875	66925	317733	368355	494435
少数股东损益	199	550	2304	3031	4068
<b>EPS (元/股)</b>	<b>0.56</b>	<b>0.11</b>	<b>0.27</b>	<b>0.32</b>	<b>0.42</b>

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

---

## 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。

---

---

## 相关研究报告

---

---

广州		上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

---

## 免责声明

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，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。