

買入

2008年8月29日

散貨運力與運價同增長，集運業務成本控制取得成效

- **上半年淨利潤大幅增長 109.2%**：公司 2008 上半年淨利潤 151.22 億元人民幣，同比增長 109.2%，實現 EPS 為 1.48 元人民幣。其中，營業額增長 47.0%，這主要受益於幹散貨航運收入大幅增長 88.8%，占總收入比重達 55.2%。從盈利貢獻看，幹散貨航運盈利貢獻達 89.9%。
- **亞洲因素促進散貨航運繁榮**：亞洲在幹散貨市場的份額已從 2000 年的 42.6% 增長到 2006 年的 54%，而中國因素更是促進了幹散貨航運的繁榮。2008 年，預計中國 GDP 增長 8%，城市現代化、工業化將繼續促進對幹散貨航運的需求。此外，鐵礦石、煤炭及糧食等需求旺盛，運距拉長現象持續，而運力卻普遍出現了大量延期交付甚至無法交付，因此，散貨航運市場景氣有望繼續保持。至 2008 年 6 月 30 日，公司已將 2008 年 76.3% 的營運天收入鎖定，各船型鎖定的平均期租水平平均高於各自 2007 年全年實現的平均水準，平均漲幅約 40%。
- **集運業務成本控制取得成效**：上半年，集運單箱收入增長 2.7%，除了亞洲區內航線單箱收入小幅下降 0.7% 外，其他航線均有不同程度的上漲，其中國內航線增長 28.4%。而公司集運業務的成本控制也取得成效，在油價及港口等費用不斷上漲中，單箱成本僅上漲 0.5%，好於我們預期。
- **微降盈利預測**：由於公司散貨船舶租金水準及運力的增長，我們微調收益預測，小幅下調 2008 年盈利預測 1.86% 至 265.3 億元，每股盈利 2.60 元人民幣。
- **評級買入，目標價 20.12 港幣**：我們下調估值水準，用分部估值加總法對各業務分別估值，給予公司 20.12 港幣目標價，此價格相當於 08 年 6.9 倍 PE，較現價有 33.8% 的上升空間，評級為買入。

王瑋

86755-33367019

Amy.wang@firstshanghai.com.hk

主要資料

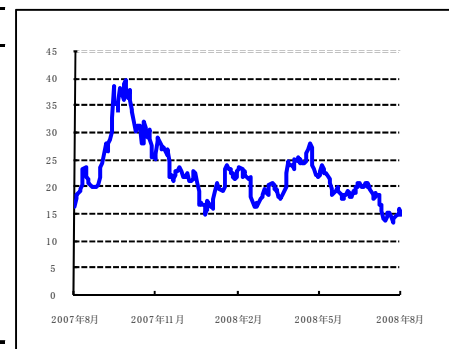
行業	交通運輸
股價	15.04 港元
目標價	20.12 港元 (+33.8%)
股票代碼	1919
已發行 H 股本	102.16 億股
H 股市值	388.12 億港元
52 周高/低	12.6-40.80 港元
每股淨現值	4.866 港元
主要股東	中遠集團 (63.45%)

盈利摘要

截止 12 月 31 日	06 年历史	07 年预测	08 年预测	09 年预测	10 年预测
營業額(人民币百万)	78,856	107,999	133,330	136,891	137,443
變動(%)	12.0%	37.0%	23.5%	2.7%	0.4%
淨利潤(人民币百万)	8,292	19,478	26,503	22,277	16,983
每股盈利(人民币元)	1.041	2.182	2.594	2.181	1.662
變動(%)	-1.9%	109.5%	18.9%	-15.9%	-23.8%
市盈率@15.04 港元(倍)	12.9	6.1	5.2	6.1	8.1
每股股息(人民币元)	0.19	0.20	0.65	0.55	0.42
股息現價比率(%)	1.98%	2.14%	6.87%	5.77%	4.40%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

上半年淨利潤大幅增長 109.2%

淨利潤增長 109.2%

公司 2008 上半年淨利潤 151.22 億元人民幣，同比增長 109.2%，實現 EPS 為 1.48 元人民幣。其中，營業額增長 47.0%，這主要受益於幹散貨航運收入大幅增長 88.8%，占總收入比重達 55.2%。

表 1：公司財務資料摘要

單位：百萬元人民幣

	2007-1H	2008-1H	變動	說明
收入	47,745	70,482	47.6%	主要受益於干散貨
集裝箱航運	20,920	23,497	12.3%	運輸收入增長88.8%
干散貨航運	20,607	38,911	88.8%	
集裝箱碼頭	188	251	33.5%	
集裝箱租賃	392	380	-3.1%	
物流	5,320	7,022	32.0%	
其他	318	421	32.4%	
服務成本	(38,359)	(51,158)	33.4%	干散貨船舶經營租賃費增長94.8%
毛利	9,386	19,325	105.9%	
毛利率	19.7%	27.4%		
經營利潤	8,710	18,949	117.5%	
經營利潤率	18.2%	26.9%		
稅前利潤	7,901	15,857	100.7%	
淨利潤	7,228	15,122	109.2%	
淨利率	15.1%	21.5%		
EPS (人民幣)	0.90	1.48	64.8%	

資料來源：公司資料，第一上海

幹散貨航運盈利貢獻達 89.9%

幹散貨航運

2008 上半年，BDI 指數平均值達到 8650 點，同比上漲 61%。公司散貨運價大幅提升，同比增長 87%，較 2007 年全年平均運價也提升了 39%。同時，公司擴大船隊規模，使得營運天數也同比增長 3%。受益於運價與營運天數的共同提升，幹散貨航運營業收入達 389.11 億元人民幣，同比提升 88.8%，幹散貨業務的業績達 171 億元人民幣，同比增長 126.6%。

集裝箱航運

上半年，集運單箱收入增長 2.7%，除了亞洲區內航線單箱收入小幅下降 0.7% 外，其他航線均有不同程度的上漲，其中國內航線增長 28.4%。而公司集運業務的成本控制也取得成效，在油價及港口等費用不斷上漲中，單箱成本僅上漲 0.5%，集運分部業績同比增長 63.1%。

碼頭業務

上半年公司新投入運營泊位 14 個，吞吐量同比增長 22.7%。碼頭業務盈利貢獻 1.88 億元人民幣，增長 15.2%。

集裝箱租賃

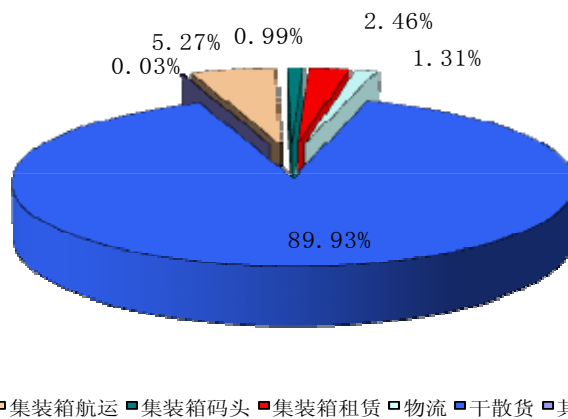
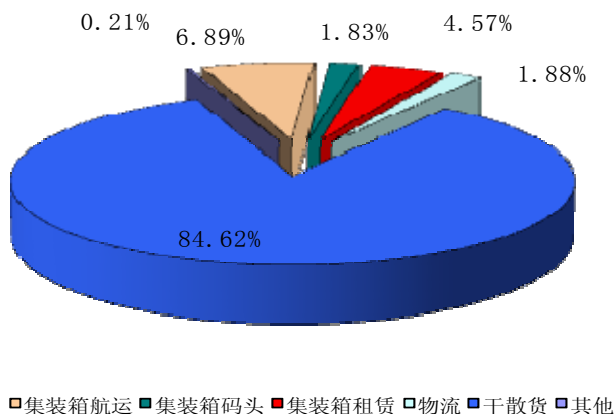
自有及管理箱隊同比上升 16.8%，業務盈利貢獻 4.67 億，增長 14.7%。

物流業務

除汽車物流因銷售量的原因繼續下滑，其他物流業務均穩定增長，業務收入增長32%，業績貢獻2.5億元人民幣，同比增長48.8%。

圖 1：公司分部業績貢獻構成圖（2007-1H）

圖 2：公司分部業績貢獻構成圖（2008-1H）



資料來源：公司資料，第一上海

資料來源：公司資料，第一上海

幹散貨航運景氣持續，支撐收益繼續提升

Clarkson 預測 2008 年需求增長 6.6%

我們認為，促進幹散貨航運需求的因素將持續：

1. 亞洲經濟尤其是中國經濟的迅速增長。
從 2000 年至 2006 年，亞洲在幹散貨市場的份額從 42.6%增長到 54%，而中國因素更是促進了幹散貨航運的繁榮。2008 年，預計中國 GDP 增長 8%，城市現代化、工業化將繼續促進對幹散貨航運的需求。
2. 幹散貨航運的主要貨種進出口需求繼續增長。
隨著巴西、印度等新興市場的經濟快速增長，主要運輸貨種的進出口需求繼續增長。同時，中國對鐵礦石貿易需求也迅速增長，從 1999 年至 2006 年，中國鐵礦石的進口量增加了 5 倍。由於中國國內各個行業對煤炭需求的不斷增長，出現北煤南運現象，這都將進一步促進幹散貨航運的需求。
3. 港口擁堵、運距拉長現象 2008 年仍將存在。
2008 年，中國出現鐵礦石大量擁堵港口的現象，6 月，中國相關鋼協也要求各港口解決鐵礦石壓港問題。但是，從全球來看，澳大利亞等國家也不同程度的存在港口擁堵的現象。此外，由於對從巴西進口鐵礦石的需求增長，運距拉長。

根據 Clarkson 對全球幹散貨航運需求增長的預測，2008-2010 年需求增長率分別為 6.6%、6.4%和 6%。

Clarkson 統計資料顯示 2008 年運力增長 7.24%，但實際增長將小於預計

影響幹散貨航運供給的因素主要包括：新船的交付及舊船的拆解。

1. 新船交付延遲。

我們參考 Clarkson 跟蹤的船廠資料，2008 年的運力投入仍處於溫和時期，而 2009 年投入增速將有所增長。但是，由於造船週期、融資等問題，訂單船舶存在延期交付現象，這都會進一步縮減運力的實際增長。目前，市場普遍預計 2008 年將有 30% 的亞洲船廠訂單延遲交付。

2. 舊船拆解逐年增多。

影響舊船拆解的主要因素包括：船舶利用率、拆解價格、船齡、運營維修等成本及二手船的價格優勢等。從 clarkson 的資料我們看到，近年來拆解量不斷增長，成為延緩運力增長的重要因素。

根據 Clarkson 的資料，2008 年幹散貨船舶運力增長 7.24%，考慮到新船交付延遲及舊船拆解量後，實際增長將小於預計。

表 2：全球幹散貨運力增長表

單位：百萬載重噸

	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年以后
好望角型	93.5	102.3	111	121.1	131.4	140.4	168.6	259.8
巴拿馬型	80.1	86.4	93.7	101.8	108.3	116	127.1	159.5
靈便型	57.3	61.3	66.8	71.7	76.9	84.9	99.7	123.4
小靈便型	71.2	72.6	73.7	74.1	75.9	79.6	86.6	98.7
总计	302.1	322.6	345.2	368.7	392.5	420.9	482	641.4
增长		6.79%	7.01%	6.81%	6.46%	7.24%	14.52%	-

資料來源：Clarkson，第一上海

行業景氣持續

我們認為，由於中國因素的日益重要，美國經濟形勢對幹散貨航運不會造成大的影響。同時，已有相關資料顯示 2008 年上半年全球新船訂單較去年同期減少 30%，我們認為運力供給增長速度將趨緩。Clarkson 的資料也進一步加強了我們對行業景氣持續的判斷。

鎖定 2008 年 76.3% 營運天期租水準

至 2008 年 6 月 30 日，公司已將 2008 年 76.3% 的營運天收入鎖定，各船型鎖定的平均期租水平均高於各自 2007 年全年實現的平均水準，平均漲幅約 40%。這也降低了業績的不確定性，支持收益的繼續提升。

小幅下調盈利預測

上調收入預測

至 2008 年 6 月 30 日，公司自有船舶 204 艘，合計 1300 萬載重噸，租入船舶 228 艘，合計 2060 萬載重噸。上半年公司淨租入船舶 11 艘，超出我們原先假設。因此，我們重新調整全年營運天數預測，上調幹散貨收入預測 8.4%。

上調幹散貨船舶租賃成本預測

公司上半年幹散貨船舶租賃費用增長 155.6 億元，同比增長 94.8%，超出我們預期。這一方面由於公司租入船舶的增長，而由於行業景氣，船舶租金的大幅增長則是另一重要原因。因此，我們上調了幹散貨船舶租金的假設。

表 3：公司幹散貨船舶運力情況表（截至 2008 年 6 月 30 日）

船舶型号	自有			租入		合计	
	数目	载重吨(千)	船龄	数目	载重吨(千)	数目	载重吨(千)
极大型干散货船舶	0	0		0	0	0	0
好望角型	20	3,337	7.70	61	10,252	81	13,589
巴拿马型	65	4,546	14.80	83	6,228	148	10,774
灵便型	80	3,797	13.70	51	2,674	131	6,471
小灵便型	39	1,320	21.10	33	1,445	72	2,765
总计	204	12,999	14.90	228	20,599	432	33,598

資料來源：公司資料，第一上海

表 4：公司幹散貨船舶運力訂單情況表（截至 2008 年 6 月 30 日）

船舶型号	2008年订单		2009年订单		2010年订单		2011年以后订单	
	船舶数目	载重吨	船舶数目	载重吨	船舶数目	载重吨	船舶数目	载重吨
极大型干散货船舶	1	298	5	1,488	4	1,190	0	
好望角型	1	177	3	531	2	405	6	1,215
巴拿马型	4	310	5	380	9	879	3	345
灵便型	11	619	15	843	0	0	0	0
小灵便型	0	0	0	0	0	0	0	0
总计	17	1,404	28	3,242	15	2,474	9	1,560

資料來源：公司資料，第一上海

下調集運單箱成本假設

公司集運業務成本控制好於預期，上半年單箱成本增長 0.5%，其中設備及貨運單箱成本大幅下降 15.1%。因此，我們下調了集運單箱成本至 6010 元人民幣，較此前假設下調 8%。

下調盈利預測

根據我們預測，我們小幅下調公司 2008 年盈利預測 1.86% 至 265.3 億元，每股盈利 2.59 元人民幣。

表 5：公司財務預測摘要

单位：百万元人民币	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测
收入	78,856	107,999	133,330	136,891	137,443
服务成本	(66,682)	(83,403)	(99,416)	(107,860)	(114,493)
毛利	12,174	24,596	33,914	29,031	22,949
变动%	-32.81%	102.03%	37.89%	-14.40%	-20.95%
经营利润	10,763	23,840	32,954	28,108	21,588
税前利润	11,483	25,927	34,383	29,624	23,075
净利润	8,292	19,478	26,503	22,277	16,983
变动%	-37.88%	134.89%	36.06%	-15.94%	-23.76%
EPS (人民币)	1.04	2.18	2.59	2.18	1.66

資料來源：公司資料，第一上海預測

估值及投資建議

目標價 20.12 港幣

考慮到公司 2009 年後業績有下降的風險，我們降低了估值水準，對散貨業務選取 7 倍 PE 水準，對集運業務選取 1 倍 PB 估值水準。

我們對分部業務估值進行加總，得出目標價 20.12 港幣，較現價有 33.8% 的上升空間，此價格相當於 08 年 6.9 倍市盈率，我們維持買入評級。

表 6：綜合估值表

	估值	每股價格 (港幣)	比重
集運業務	PB 倍數: 1.0	1.94	9.6%
干散貨業務	PE 倍數: 7.0	14.80	73.6%
碼頭業務	PE 倍數: 15.0	1.87	9.3%
租賃業務	PB 倍數: 1.0	0.90	4.5%
物流業務	PE 倍數: 10.0	0.61	3.0%
公司整體價值		20.12	

資料來源：公司資料，第一上海預測

敏感性

敏感性

由於我們採用相對估值法對公司進行估值，估值水準的變化會影響我們的目標價。因此，我們對估值權重較大的幹散貨業務及集運業務的估值水準變動進行敏感性分析如下：

表 6：估值水準變動敏感性分析

	估值	目標價 (港幣)	變動
干散貨業務	PE 倍數: 9	24.35	21.0%
	8	22.23	10.5%
	7	20.12	0.00%
	6	18.00	-10.5%
	5	15.89	-21.0%
集運業務	PB 倍數: 1.4	20.90	3.9%
	1.2	20.51	1.9%
	1	20.12	0.00%
	0.8	19.73	-1.9%
	0.6	19.34	-3.9%

資料來源：公司資料，第一上海預測

主要財務報表

損益表

百万人民币 财务年度截止12月31日

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	78,856.3	107,998.5	133,330.1	136,891.3	137,442.6
毛利	12,174.1	24,595.8	33,914.4	29,031.4	22,949.5
其他业务收入	3,167.7	4,248.9	4,604.5	4,984.0	5,397.4
销售及管理费用	(3,702.2)	(5,104.5)	(4,675.1)	(4,928.6)	(5,682.8)
其他收入	(877.0)	99.6	(889.4)	(978.3)	(1,076.2)
营运收入	10,762.5	23,839.8	32,954.3	28,108.4	21,587.9
财务开支	(826.3)	(564.3)	(291.4)	(470.9)	(822.6)
联营公司	1,546.9	2,651.5	1,720.3	1,986.6	2,309.9
税前盈利	11,483.1	25,927.0	34,383.2	29,624.2	23,075.1
所得税	(2,008.6)	(4,721.4)	(6,189.0)	(5,924.8)	(4,615.0)
少数股东应占利润	(1,182.1)	(1,727.7)	(1,691.7)	(1,422.0)	(1,476.8)
净利润	8,292.4	19,477.9	26,502.6	22,277.4	16,983.3
折旧及摊销	4,109.6	3,967.2	4,441.6	5,384.5	6,003.7
EBITDA	14,872.1	27,807.1	37,395.9	33,492.9	27,591.6
增长					
总收入 (%)	13.7%	36.8%	22.9%	2.9%	0.7%
EBITDA (%)	-27.9%	87.0%	34.5%	-10.4%	-17.6%

资产负债表

百万人民币 财务年度截止12月31日

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金及现金等价物	9,555.5	37,296.8	27,139.4	27,663.0	23,667.7
应收账款	13,475.9	13,060.6	14,145.8	13,789.2	14,482.2
存货	865.0	1,559.7	2,030.3	1,864.6	2,269.9
其他流动资产	1,986.0	2,089.1	2,610.2	2,610.2	2,610.2
总流动资产	25,882.4	54,006.2	45,925.8	45,927.1	43,030.0
固定资产	42,591.2	45,991.6	56,393.4	64,702.5	73,298.2
无形资产	133.8	180.3	180.3	180.3	180.3
长期投资	13,113.2	16,697.7	18,570.1	21,112.8	24,033.4
总资产	81,720.7	116,875.9	121,069.6	131,922.8	140,541.9
短期负债	1,738.9	1,271.0	1,271.0	1,271.0	1,271.0
应付帐款	16,172.4	35,778.7	27,615.5	31,459.2	34,984.0
短期银行贷款	5,397.3	3,916.7	3,916.7	3,916.7	3,916.7
其他短期负债	2,070.6	1,839.7	2,197.7	1,886.2	2,165.2
总短期负债	25,379.2	42,806.1	35,000.9	38,533.1	42,336.9
长期银行贷款	11,847.2	14,142.2	18,271.1	23,000.1	27,729.1
其他负债	1,079.1	2,883.2	1,082.6	778.1	597.2
总负债	38,305.5	59,831.5	54,354.6	62,311.3	70,663.1
少数股东权益	8,674.1	10,461.4	10,539.7	10,479.5	9,013.3
股东权益	34,741.1	46,583.0	56,175.3	59,132.0	60,865.5
每股账面值	4.4	5.2	5.5	5.8	6.0
营运资金	503.2	11,200.1	10,925.0	7,394.0	693.1

資料来源：公司公告，第一上海預測

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	15.4%	22.8%	25.4%	21.2%	16.7%
EBITDA 利率 (%)	18.9%	25.7%	28.0%	24.5%	20.1%
净利率 (%)	10.5%	18.0%	19.9%	16.3%	12.4%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	4.7%	4.7%	3.5%	3.6%	4.1%
实际税率 (%)	17.5%	18.2%	18.0%	20.0%	20.0%
股息支付率 (%)	5.8%	8.3%	9.3%	25.0%	25.0%
库存周转	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款天数	87.3	154.4	100.0	105.0	110.0
应收账款天数	61.5	43.5	38.2	36.3	37.9
财务状况					
净负债/股本	0.22	(0.41)	(0.09)	(0.01)	0.13
收入/总资产	0.96	0.92	1.10	1.04	0.98
总资产/股本	2.35	2.51	2.16	2.23	2.31
收入对利息倍数	13.03	N/A	N/A	N/A	N/A

现金流量表

百万人民币 财务年度截止12月31日

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	14,872.1	27,807.1	37,395.9	33,492.9	27,591.6
融资成本	(1,246.6)	(4,402.9)	(7,661.0)	4,868.6	3,061.8
营运资金变化	(232.5)	2,660.1	(504.3)	482.0	974.9
所得税	(2,697.2)	(2,205.9)	(4,721.4)	(6,189.0)	(5,924.8)
营运现金流	10,695.8	23,858.5	24,509.2	32,654.6	25,703.5
资本开支	(8,577.3)	(12,832.2)	(18,000.0)	(15,000.0)	(15,000.0)
其他投资活动	8,081.6	(7,623.9)	1,269.9	1,313.1	1,313.1
投资活动现金流	(495.8)	(20,456.1)	(16,730.1)	(13,686.9)	(13,686.9)
负债变化	(3,327.6)	2,462.6	4,129.0	4,729.0	4,729.0
股本变化	64.8	4,011.5	0.0	0.0	0.0
股息	(780.2)	(689.1)	(1,804.4)	(6,625.6)	(5,569.3)
其他融资活动	(6,939.5)	17,923.8	(20,261.0)	(16,547.5)	(15,171.5)
融资活动现金流	(10,982.5)	23,708.8	(17,936.4)	(18,444.1)	(16,011.9)
现金变化	(782.5)	27,111.3	(10,157.3)	523.6	(3,995.3)
期初持有现金	11,629.5	10,912.3	37,296.8	27,139.4	27,663.0
汇兑变化	(102.8)	(726.8)	0.0	0.0	0.0
期末持有现金	10,744.2	37,296.8	27,139.4	27,663.0	23,667.7

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。