



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态

2010年2月11日

航运业

研究部

杨鑫 CFA

分析员

yangxin@cicc.com.cn

聂迪中

联系人

niedz@cicc.com.cn

关注 BDI 反弹给中国远洋带来的交易性机会

1 月份航运业数据月报

数据点评:

干散货航运: 过去四周内 BDI 呈现震荡下行走势。1月4日至27日之间, BDI 一直维持在 3100 点至 3300 点之间。但由于 Capesize 和 Panamax 运价的同时大幅下跌, 28 日起 BDI 跌破 3000 点, 随后 9 个交易日累计下跌 13% 并在 2 月 9 日收于 2706 点。进入 09 年以来, 国内银行停止对钢铁新建产能发放贷款, 中小钢铁贸易商的信贷也受到限制, 钢材价格在 1 月份开始掉头向下, 这都对过去一个月的铁矿石贸易带来负面影响。1 月份中国铁矿石进口量仅 4662 万吨, 环比下滑 25%, 比 09 年 5235 万吨的月度均值也要低 11%。而中国以外其他国家的粗钢产量在 12 月份出现了 09 年 4 月以来的首次环比下滑。由于铁矿石进口需求不振, 澳洲铁矿石港口装船数量保持平淡, 巴西铁矿石港口装船量甚至在 2 月份第一周环比下滑 60% 以上。另外, 由于北半球天气转暖, 煤炭贸易也有季节性的走弱。

往后一个月来看, 我们认为 BDI 在二季度结束前涨幅超过 50% 的概率较大: 1) 04 年以来, 每次春节假期 BDI 都会迎来一轮反弹。2) 粗钢产量会有季节性恢复, 根据过去 14 年的历史数据, 中国和全球的粗钢产量在 2-4 月逐月环比增长的概率超过 70%。3) 根据房地产研究员的判断, 中国房地产开工面积的同比增速在未来一个季度仍会稳中有升, 对中国铁矿石的需求形成一定支撑。4) 春节之后中国钢厂开工后, 可能趁低运价补运铁矿石。5) 铁矿石谈判逐步展开, 矿主也有望通过租船再次推高运价。6) 南美粮食的货量也将未来几个月有季节性的增长。

从 09 年全年来看, 我们维持 2010 年 BDI 均值 2000 点的判断, 但是年内指数将在 1500-4500 点之间的大幅波动。我们去年 12 月提出全年呈“W”型走势的判断, 第一次运价下探可能在节后结束, 而第一次探底回升也可能在节后延续至二季度。

内贸煤运输: 沿海煤炭运价近一个月大幅回落, 目前中海发展到华东和华南的合同运价比目前的市场运价分别低 21% 和 5%。我们预计随着天气的转暖, 未来一个月沿海煤炭运价走势仍将疲弱。

集装箱航运: 中国出口集装箱综合运价指数在 1 月以来单边上涨。目前船东在欧地海航线运价已经达到 02 年以来的最高水平并实现盈利, 北美航线的现货市场运价也提升至保本线以上。3-4 月美线谈判后, 大客户运价有望提升至目前现货运价的水平, 从而集运公司整体上会实现盈利。长期来看, 我们认为集运未来三年将呈逐步上升态势。

油轮运输: 1 月份原油和成品油运价高位回落, OPEC 小幅减产, 单壳船拆解也未提速, 拆船量和四季度水平相仿。我们认为二季度淡季运价仍有下跌空间, 油轮运价的再次反弹可能在下半年出现, 届时可能再次迎来交易机会。

航运板块二级市场表现: A 股方面, 截止 2 月 10 日收盘的前一个月内, 长航油运由于油轮运价高位回落跑输大盘 9 个百分点, 中海发展由于沿海煤炭运价大幅下跌跑输大盘 5 个百分点; 中国远洋和中远航运则基本与大盘持平; 低估值的招商轮船跑赢大盘 7 个百分点; 集运运价的提升则使得中海集运跑赢大盘 10 个百分点。H 股方面, 截止 2 月 10 日收盘的前一个月内, 中海集运相对抗跌跑赢大盘 12 个百分点, 中国远洋和中海发展走势与大盘大致持平。股价的走势与我们之前看好集运、并提示油轮和内贸煤运价风险的观点相符。

投资建议:

根据我们测算, 中国远洋 1 月份集运业务可能只有 1-2 亿元的亏损, 公司整体已经盈利。根据我们对于 BDI 和集运运价走势的判断, 我们预计公司一季度有望实现 5-10 亿元的净利润。基于春节后 BDI 出现阶段性反弹、集装箱运价持续向上、一季度业绩超预期的判断, 我们认为春节后中国远洋跑赢大盘的概率较大, 因此向投资者提示交易性机会。港股维持 12 港币的目标价。另外, 基于集运运价持续上涨、一季度业绩大幅减亏、二季度实现扭亏的判断, 我们重申中海集运的“推荐”评级。基于特种船投资加大带来的业绩和估值提升, 维持中远航运的“推荐”评级。

目录

干散货航运：春节之后BDI或迎来反弹	4
集装箱航运：预计节后运价稳中有升	13
油轮运输：淡季结束前油轮运价仍有下调风险	18
主要公司二级市场回顾及估值分析	23

图表目录

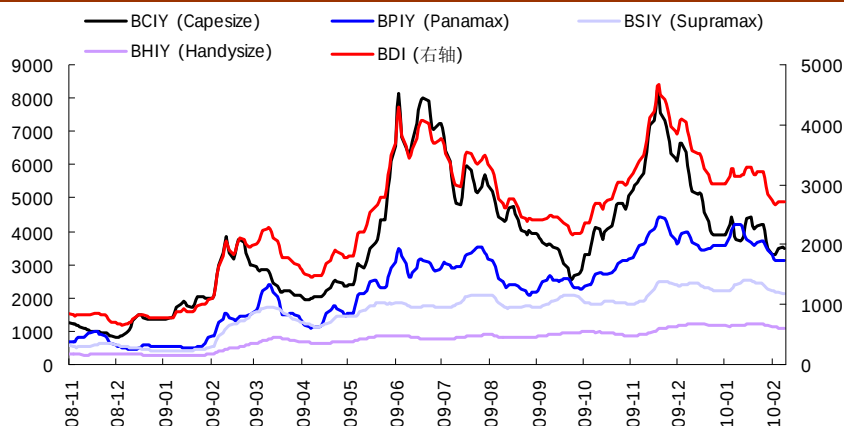
图表 1: BDI和主要船型运价指数	4
图表 2: 各型号干散货船目前的租金水平	4
图表 3: BDI的FFA价格走势	4
图表 4: Capesize船FFA价格走势	5
图表 5: Capesize船FFA价格与现货价格的比较	5
图表 6: 中国铁矿石进口量	5
图表 7: 中国粗钢日均产量	6
图表 8: 中国铁矿石港口库存	6
图表 9: 中国进口印度现货铁矿石的到岸价格和国产矿的价差	6
图表 10: 中国进口澳洲现货铁矿石的到岸价格和国产矿的价差	6
图表 11: 国内主要钢材品种现货价格	7
图表 12: 澳大利亚和巴西的铁矿石装港量以及中国的到港量	7
图表 13: 中国以外其他地区的粗钢产量	7
图表 14: 日本的铁矿石进口量	7
图表 15: 主要煤炭进口国家或地区的煤炭月度进口量	8
图表 16: 美国粮食出口数据	8
图表 18: 中国沿海煤炭市场运价和中海发展年度合同运价比较	9
图表 19: 华东电网直供电厂煤库存可用天数	9
图表 20: 中国煤炭进口量数据和巴拿马散货船运价	9
图表 21: 国内外煤炭价格走势	9
图表 22: 全球干散货船的运力变动	10
图表 23: 全球干散货船运力的同比扩张速度	10
图表 25: 干散货船新造船订单数量	10
图表 26: 干散货船手持订单运力占目前船队运力的比例	11
图表 27: Capesize船的程租定载数量	11
图表 28: 三大矿主在Capesize船程租市场的定载情况	11
图表 29: 全球干散货航运业供求关系预测	12
图表 30: 中国出口集装箱综合运价指数	13
图表 31: 中国出口集装箱欧洲和地中海航线运价指数	13
图表 32: 中国出口集装箱美西和美东航线运价指数	13
图表 33: 中国出口集装箱日本和澳新航线运价指数	14
图表 34: 中国大陆集装箱吞吐量	14
图表 35: 中国新出口订单指数	14
图表 36: 欧美消费者信心指数	15
图表 37: 中国出口额同比增速	15
图表 38: 亚太地区主要港口集装箱吞吐量	15
图表 39: 全球集装箱船的运力变动	16
图表 40: 全球集装箱船运力的同比扩张速度	16
图表 41: 全球集装箱船的新造船订单量	16
图表 42: 集装箱船手持订单运力占目前船队运力的比例	17
图表 43: 全球主要航线集装箱运力配置	17
图表 45: 集运市场的供求关系预测	17

图表 46: 波罗的海原油和成品油运价指数.....	18
图表 47: 各型号油轮的租金水平.....	18
图表 48: 中东到日本VLCC的FFA价格.....	18
图表 49: OPEC原油产量.....	19
图表 50: 美国原油和成品油进口量.....	19
图表 51: 美国社会原油库存.....	19
图表 52: 中国原油进口量.....	20
图表 53: 全球油轮的运力变动.....	20
图表 55: 原油轮和成品油轮的运力增长趋势.....	21
图表 56: 油轮新签新造船订单量.....	21
图表 57: 油轮手持订单运力占已有船队运力的比例.....	21
图表 58: 单壳油轮退出运营的情况.....	22
图表 59: 下个月前往波斯湾的VLCC油轮数量.....	22
图表 60: 全球油轮运输业供求关系预测.....	22
图表 62: A股航运公司股价表现.....	23
图表 63: H股航运公司股价表现.....	23
图表 64: A股航运公司估值表.....	24
图表 65: H股航运公司估值表.....	24
图表 66: 国际干散货航运公司估值表.....	24
图表 67: 国际集运公司估值表.....	24
图表 68: 国际油轮公司估值表.....	24
图表 69: 中海发展A股PE/PB Band.....	25
图表 70: 中海发展H股PE/PB Band.....	25
图表 71: 中海集运A股PE/PB Band.....	25
图表 72: 中海集运H股PE/PB Band.....	26
图表 73: 中国远洋A股PE/PB Band.....	26
图表 74: 中国远洋H股PE/PB Band.....	26
图表 75: 长航油运PE/PB Band.....	27
图表 76: 中远航运PE/PB Band.....	27
图表 77: 招商轮船PE/PB Band.....	27
图表 78: 中海发展财务摘要.....	28
图表 79: 中海集运财务摘要.....	29
图表 80: 中国远洋财务摘要.....	30
图表 81: 长航油运财务摘要.....	31
图表 82: 中远航运财务摘要.....	32
图表 83: 招商轮船财务摘要.....	33

干散货航运：春节之后 BDI 或迎来反弹

在过去的一个月里，BDI 震荡走低。从1月11日到2月5日的四周内，BDI 每周均值分别为 3203、3207、3071 和 2702 点，BDI 在 2 月 9 日为 2706 点。

图表 1: BDI 和主要船型运价指数



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

1 月份 Capesize 的程租 TCE 水平为 3.7 万美元/天，环比下滑近 3 成，2 月初已经回落至 3.2 万美元/天。

1 月份 Capesize 的期租 TCR 水平为 2.96 万美元/天，环比持平，但 2 月初下滑至 2.65 万美元/天。期租水平仍显著低于程租 TCE 水平。

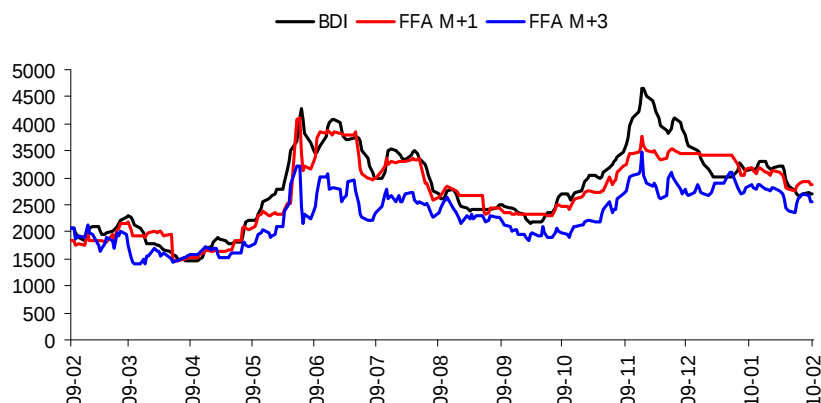
图表 2: 各型号干散货船目前的租金水平

美元/天	即期市场等价期租水平						
	10年1月	09年12月	环比增长	10年1月	09年1月	同比增长	2010-2-5
Capesize-99/00年建造	37,217	50,693	-27%	37,217	12,862	189%	32,312
Panamax-97/98年建造	24,280	23,913	2%	24,280	3,558	582%	21,356
Handymax-45,00dwt	21,413	21,391	0%	21,413	3,985	437%	18,938

美元/天	一年期租水平						
	10年1月	09年12月	环比增长	10年1月	09年1月	同比增长	2010-2-5
Capesize-150,000 dwt	29,600	29,875	-1%	29,600	17,850	66%	26,500
Panamax-65,000 dwt	16,725	15,469	8%	16,725	7,050	137%	15,500
Handymax-45,00 dwt	17,650	16,750	5%	17,650	8,250	114%	17,750

资料来源：Clarkson，中金公司研究部

图表 3: BDI 的 FFA 价格走势

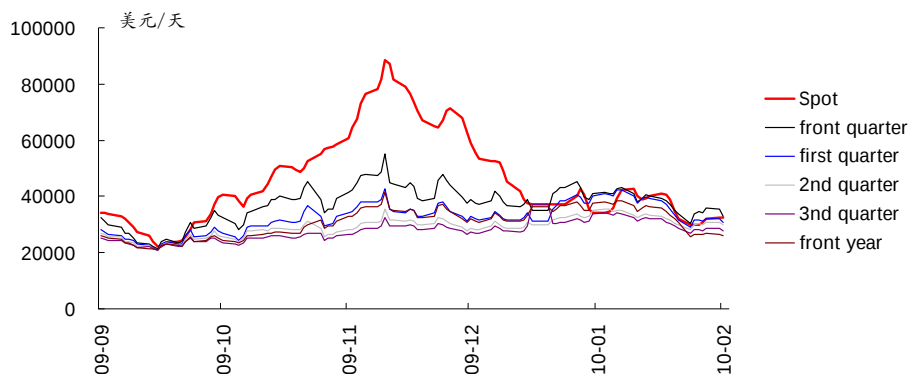


资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

隔月和三月后交割的 FFA 价格近期维持跌势。

图表 4: Capesize 船 FFA 价格走势

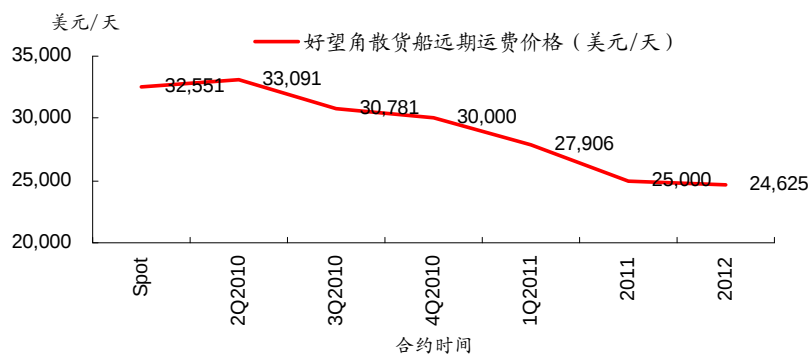
最近一个月以来, Capesize 船 FFA 价格震荡下滑。Front Quarter 的 FFA 价格在 1 月 11 日到 2 月 5 日的四周内的周均值分别为 41925、39761、36721、33810 美元/天。2 月 9 日的 Front Quarter FFA 价格为 33091 美元/天。



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 5: Capesize 船 FFA 价格与现货价格的比较

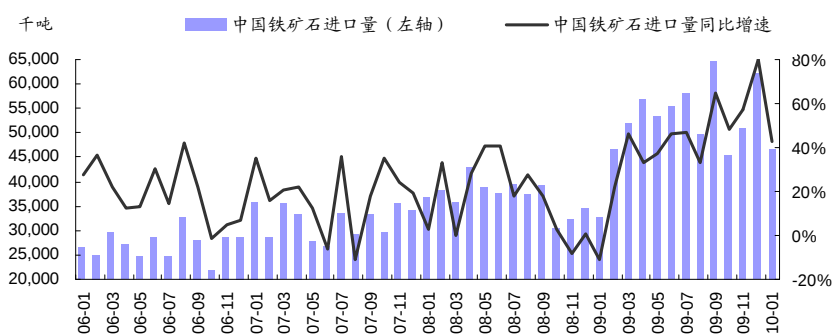
二季度较格的 Capesize FFA 价格与现货运价基本持平, 但三四季度交割的 FFA 价格仍低于现货价格。



资料来源: 中华航运网, 公司信息, 中金公司研究部

图表 6: 中国铁矿石进口量

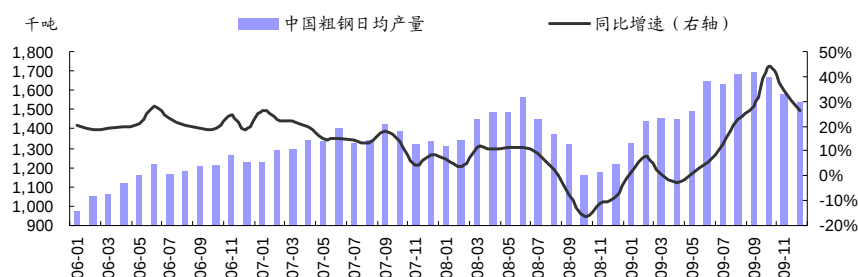
中国 1 月份铁矿石进口量为 4662 万吨, 环比下滑 25%, 同比增长 43%。1 月份 4662 万吨的进口量比 09 年 5235 万吨的月度均值要低 11%。



资料来源: CEIC, 中国海关, 中金公司研究部

中国 12 月份粗钢日均产量在 154 万吨/天，环比 11 月有 2% 的下滑，低于此前钢铁研究员的预期。

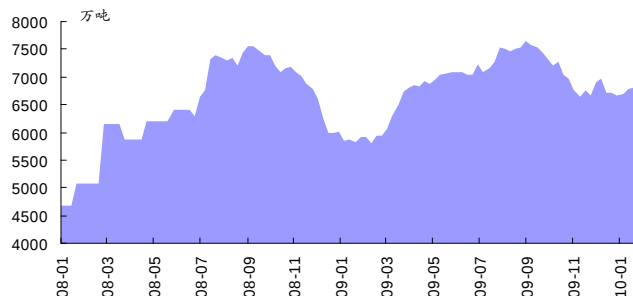
图表 7：中国粗钢日均产量



资料来源：CEIC，中钢协，中金公司研究部

中国港口铁矿石库存有所升高，2 月 5 日总库存量约为 6851 万吨，比四周前多出 171 万吨。

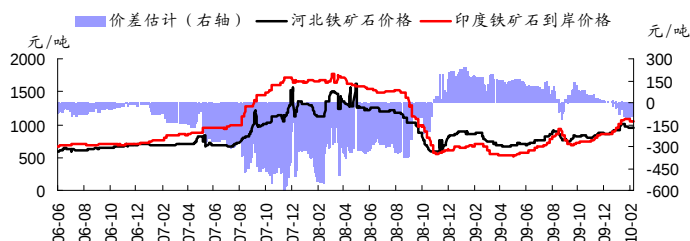
图表 8：中国铁矿石港口库存



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

最近四周印度现货矿到岸价降幅小于国产矿。2 月 8 日，印度铁矿石到岸价格比国产铁矿石价格高出约 90 人民币/吨，而四周前印度矿到岸价比国产矿高 50 人民币/吨。

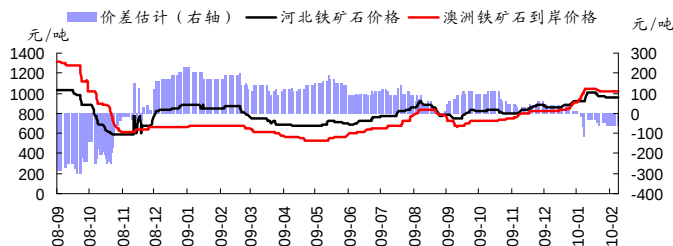
图表 9：中国进口印度现货铁矿石的到岸价格和国产矿的价差



资料来源：彭博资讯，钢之家，中金公司研究部

最近四周澳洲现货矿到岸价降幅小于国产矿。2 月 8 日，澳洲铁矿石到岸价格比国产铁矿石价格高出约 60 人民币/吨，而四周前澳洲矿到岸价比国产矿高 30 人民币/吨。

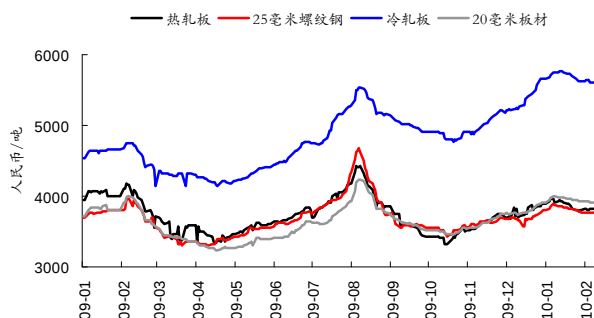
图表 10：中国进口澳洲现货铁矿石的到岸价格和国产矿的价差



资料来源：彭博资讯，钢之家，中金公司研究部

图表 11: 国内主要钢材品种现货价格

1 月以来, 国内钢材现货价格都呈现下滑趋势。

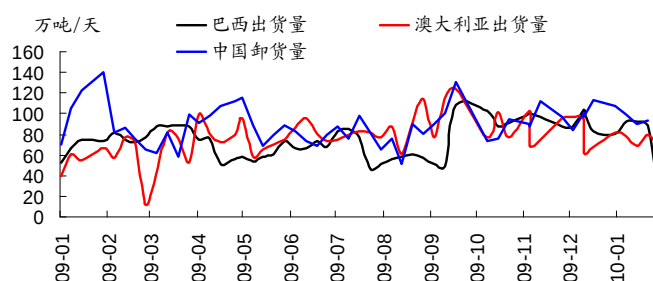


资料来源: 钢之家, 中金公司研究部

巴西最近的铁矿石出港量明显下滑: 2 月 2 日至 2 月 13 日预计出港的铁矿石约 349 万吨, 而 1 月 12 日、1 月 19 日和 1 月 26 日则分别是 1009、1056 和 982 万吨。

澳大利亚最近的铁矿石出港量保持平淡: 2 月 2 日至 2 月 13 日预计出港的铁矿石约 773 万吨, 而 1 月 12 日、1 月 19 日和 1 月 26 日则分别是 856、760 和 875 万吨。

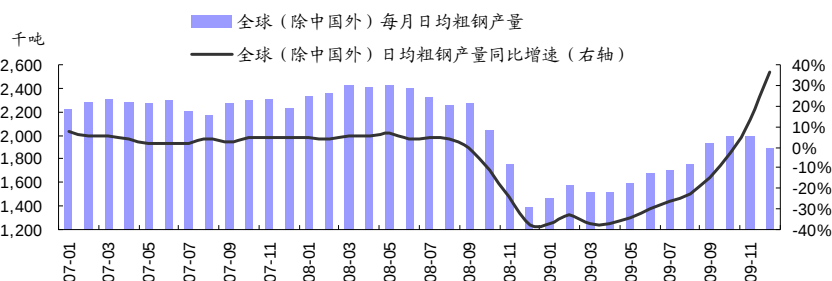
图表 12: 澳大利亚和巴西的铁矿石装港量以及中国的到港量



资料来源: 钢之家, 中金公司研究部

中国以外世界其他地区的粗钢日均产量首次出现环比下滑, 12 月份环比下滑 5%, 但由于低基数原因同比增长达到 37%。

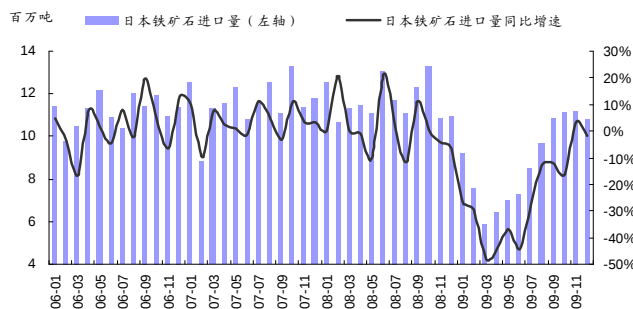
图表 13: 中国以外其他地区的粗钢产量



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

全球第二大铁矿石进口国日本的铁矿石进口量出现环比下滑, 12 月份环比下滑幅度为 3.8%, 为 09 年二季度以来首月环比下滑。

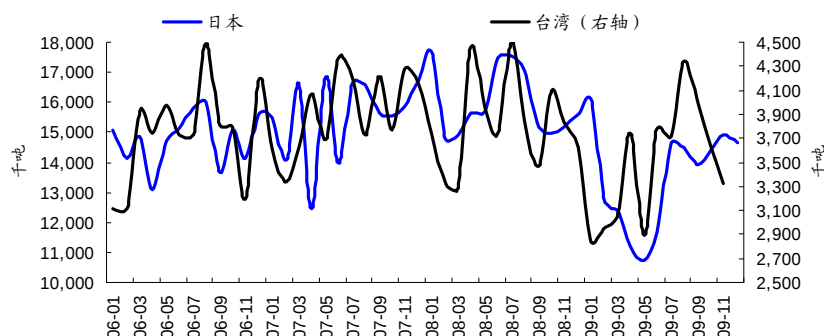
图表 14: 日本的铁矿石进口量



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

全球第一大的煤炭进口国日本的煤炭进口量在 12 月份环比下滑 2%。另一大煤炭进口地台湾的煤炭进口量在 11 月份环比下滑 9%。

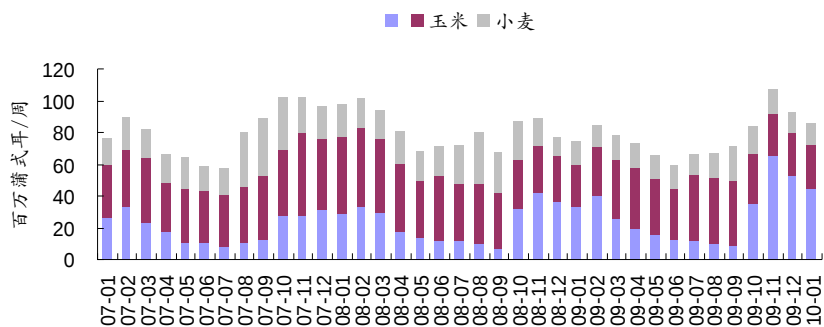
图表 15：主要煤炭进口国家或地区的煤炭月度进口量



资料来源：CEIC，中金公司研究部

美国 1 月份三种主要粮食作物的出口量合计环比下滑 8%。

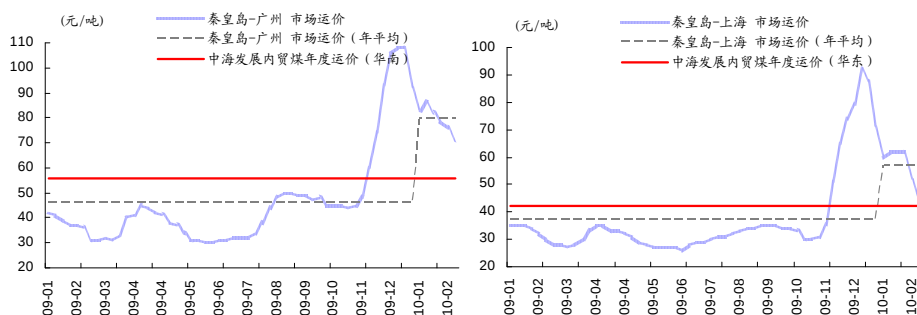
图表 16：美国粮食出口数据



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

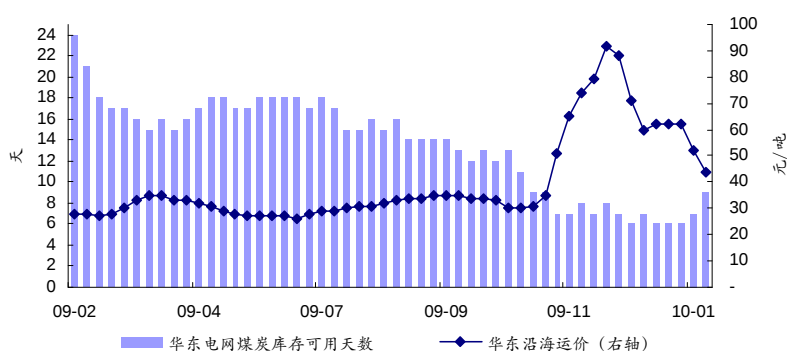
2月10日,秦皇岛到广州和上海
的沿海煤炭运价分别为71元/吨和
44元/吨,比1月6日分别下滑14%
和27%,与12月16日的最高点相
比下滑34%和52%。目前中海发展
到华东和华南的合同运价比目前
的市场运价分别低21%和5%。我
们预计随着天气的转暖,未来一个
月沿海煤炭运价继续攀升的空间
有限。

图表 17: 中国沿海煤炭市场运价和中海发展年度合同运价比较



资料来源: 中华航运网, 中金公司研究部

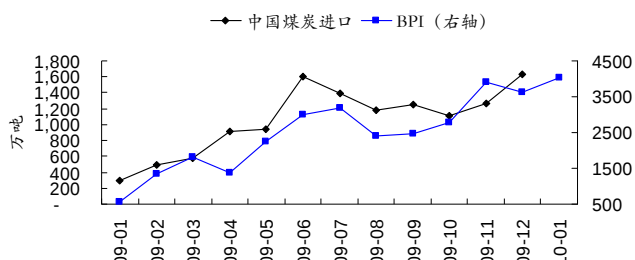
图表 18: 华东电网直供电厂煤库存可用天数



资料来源: 煤炭资源网, 中华航运网, 中金公司研究部

在冬季严寒导致北煤南运困难的
背景下,我国09年12月的煤炭进
口量环比上升29%,预计2010年
1月份仍维持高位。但随着气温的
回升,中国煤炭进口量2月份可能
环比下滑,不利于Panamax船的运
价走势。

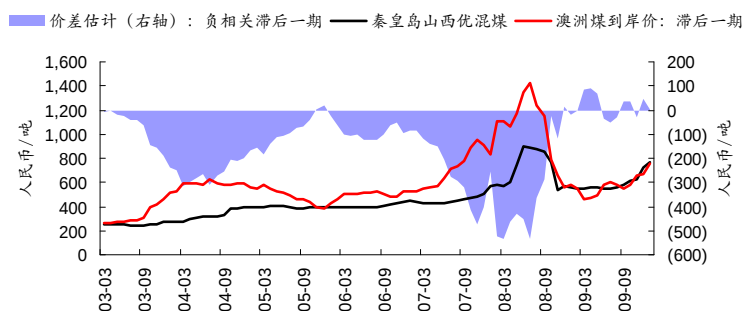
图表 19: 中国煤炭进口量数据和巴拿马散货船运价



资料来源: CEIC, 彭博资讯, 中金公司研究部

1月份国内外煤炭价格基本持平。
1月份澳洲煤炭(热值折算后含税)
到岸价平均比国产煤(秦皇岛山西
优混煤)便宜5人民币/吨,而12
月份澳洲煤炭比国产煤便宜48人
民币/吨。

图表 20: 国内外煤炭价格走势



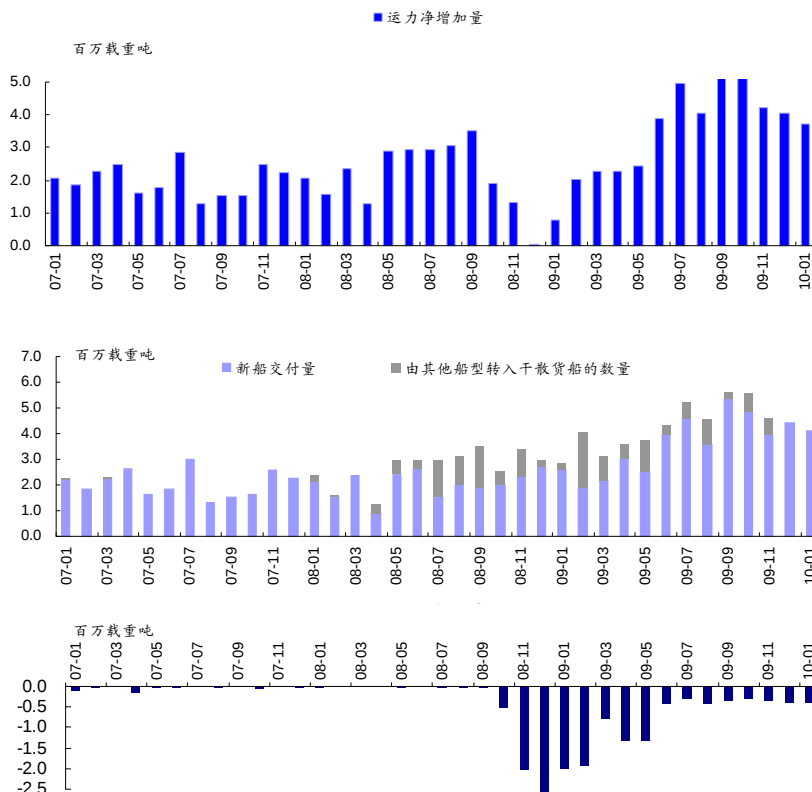
资料来源: Clarkson, 煤炭资源网, 中金公司研究部

图表 21：全球干散货船的运力变动

2010 年 1 月干散货市场净增运力约 372 万载重吨，比 09 年四季度每月 450 万载重吨的净增运力略低，但比去年同期要高出 3.7 倍；

期间全球共有 411 万载重吨的新干散货船投入运营，比 09 年四季度每月 440 万载重吨的交付量略低，但比去年同期要高出 70%；

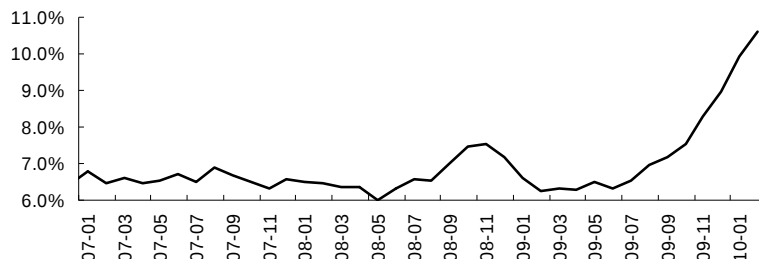
期间共有 38 万载重吨的老旧干散货船通过拆解退出运营，与 09 年四季度每月 35 万载重吨的拆解量相当，但比去年同期要低 81%。



资料来源：Clarkson，中金公司研究部

图表 22：全球干散货船运力的同比扩张速度

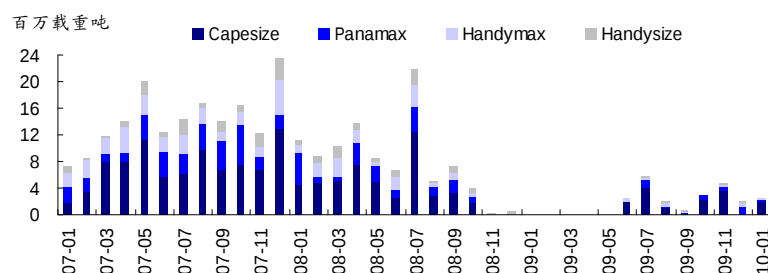
2010 年 1 月底全球干散货船比 09 年 1 月底增长了 10.6%。整体来看运力增长自 09 年以来呈现出逐月加速的特征，是唯一一个运力增速不断加速的航运子行业。



资料来源：Clarkson，中金公司研究部

1 月份全球新签干散货船造船订单达到 21 艘合计 256 万载重吨。

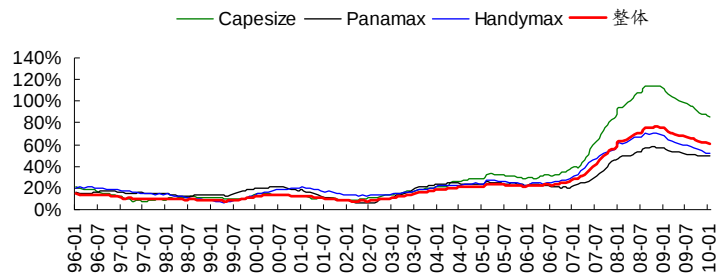
图表 23：干散货船新签造船订单数量



资料来源：Clarkson，中金公司研究部

图表 24: 干散货船手持订单运力占目前船队运力的比例

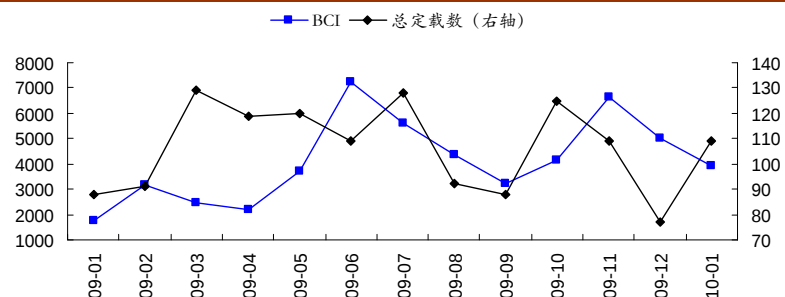
目前订单量占现有运力比例仍然高达 60%，08 年四季度以来一直呈下降趋势，这一比例高于历史正常水平，也明显高于油轮和集装箱船目前的水平。这意味着干散货船运力过快增长的压力还未消失。



资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

Capesize 程租市场 1 月份交易活跃度有所上升，共有 109 笔交易，环比增加 32 笔。Capesize 程租热度的回升并未带来 1 月份 Capesize 运价的回升，表明了市场供求关系的弱势。

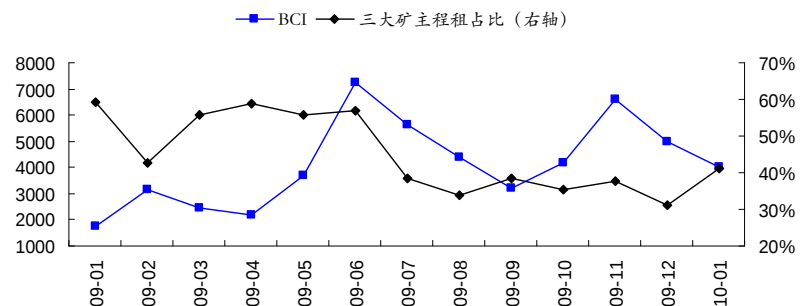
图表 25: Capesize 船的程租定载数量



资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

图表 26: 三大矿主在 Capesize 船程租市场的定载情况

1 月份，三大矿主在 Capesize 程租市场租船量占到整个市场的 41%，矿主租船热情有所提高。

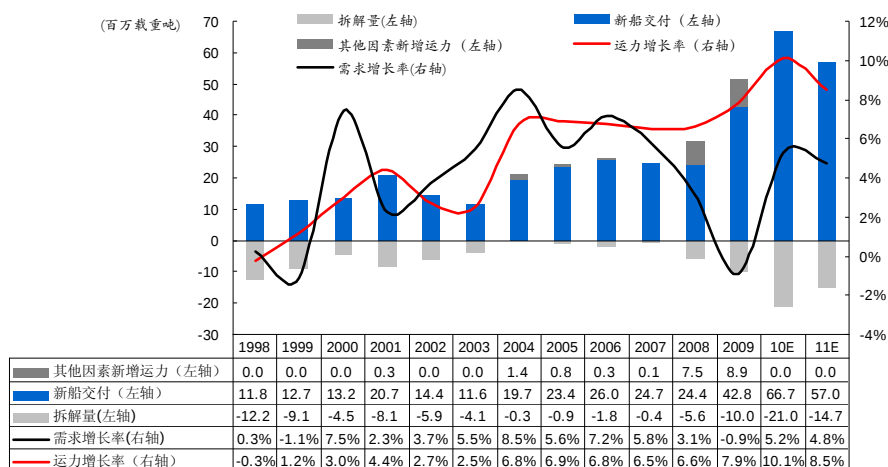


资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

我们预计 2010 年全球干散货航运市场的运量需求增长 5.2%，运力增长 10.1%，供给增长快于需求增长，因此 BDI 在 2010 年的走势不乐观。

我们维持对干散货市场的长期观点不变：干散货运输业 2010 年还不能走出行业低谷，预测 BDI 均值为 2000 点。目前我们的供求关系预测已经隐含了如下假设：1) 2010 年预计交付的新船中有 45% 不能按时交付；2) 2010 年拆船量超过 2100 万载重吨，是 09 年的两倍以上；3) 中国 2010 年铁矿石进口量每月为 5400 万吨以上，同比增长 6%；4) 日本和欧盟的铁矿石和焦煤进口实现双位数增长；5) 中国煤炭进口同比下滑 25%。

图表 27：全球干散货航运业供求关系预测



资料来源：Clarkson，中金公司研究部

集装箱航运：预计节后运价稳中有升

图表 28：中国出口集装箱综合运价指数

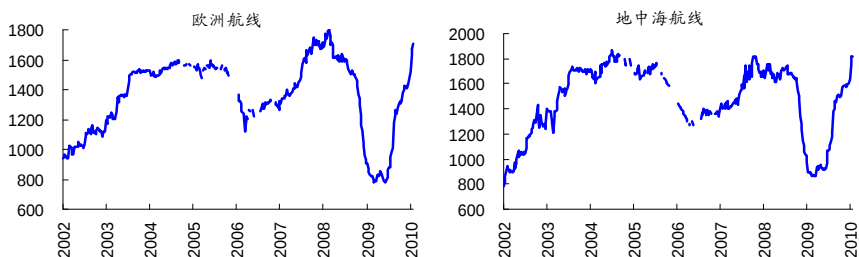
中国出口集装箱综合运价指数维持涨势。最近 4 周的运价指数分别为 1004.83、1040.38、1057.78 和 1081.67 点。



资料来源：中华航运网，中金公司研究部

欧洲航线和地中海航线运价指数 2 月 5 日比四周前分别累计上涨了 15.9% 和 13.4%。目前上海至欧洲和地中海的市场即期运价（基本费+附加费）约为 2068 美元/TEU 和 1947 美元/TEU，已经开始盈利。船东继续对运力进行控制，去程舱位利用率保持在 100% 以上。目前欧地航线的运价已达到 07 年第三季度的水平。

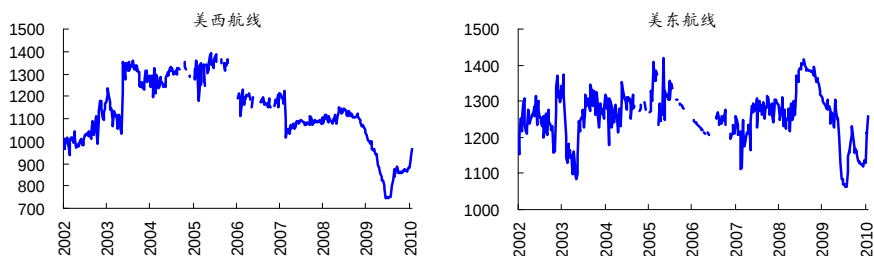
图表 29：中国出口集装箱欧洲和地中海航线运价指数



资料来源：中华航运网，中金公司研究部

美西航线和美东航线运价指数 2 月 5 日比四周前分别累计上涨了 10.1% 和 11.0%。目前上海至美西和美东的市场运价（基本费+附加费）约为 2061 美元/TEU 和 3132 美元/TEU。美西的市场即期运价已经基本可以保本。

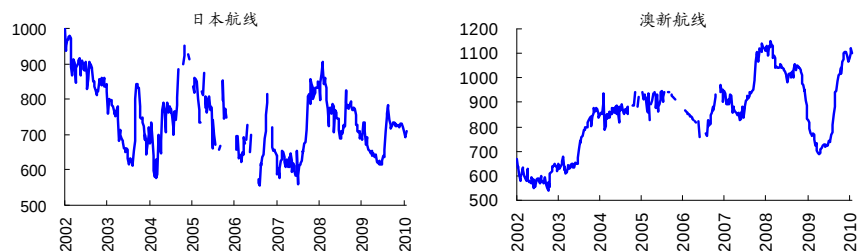
图表 30：中国出口集装箱美西和美东航线运价指数



资料来源：中华航运网，中金公司研究部

图表 31：中国出口集装箱日本和澳新航线运价指数

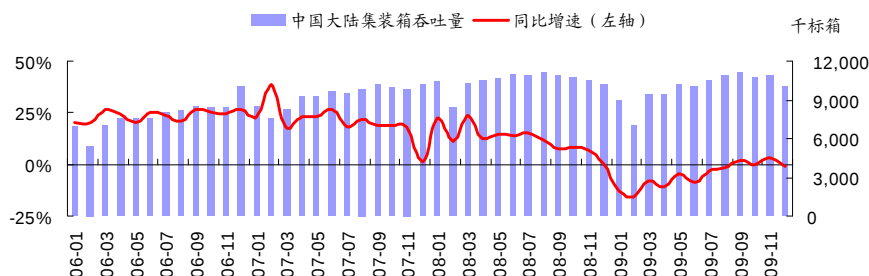
日本航线和澳新航线运价指数 2 月 5 日比四周前分别累计下跌了 1.6% 和上涨了 3.2%。目前上海至日本关西和澳洲墨尔本的市场运价（基本费+附加费）约为 322 美元/TEU 和 1612 美元/TEU，船东在亚太航线上自 09 年 3 季度以来一直可以实现盈利。



资料来源：中华航运网，中金公司研究部

图表 32：中国大陆集装箱吞吐量

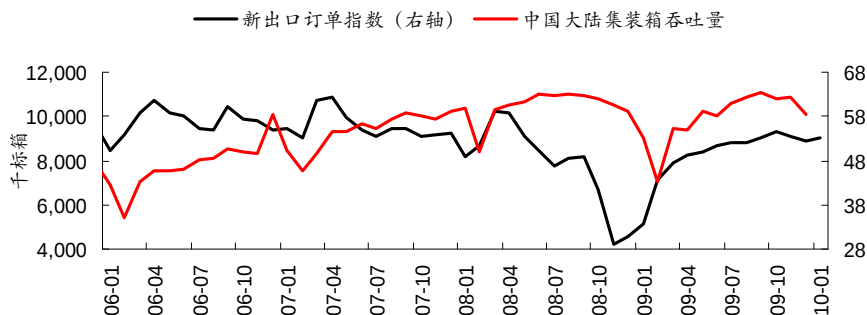
初步统计，12 月份中国集装箱吞吐量同比减少 1.0%，环比下滑 6.8%。



资料来源：中国交通运输协会，中国港口网，中金公司研究部

图表 33：中国新出口订单指数

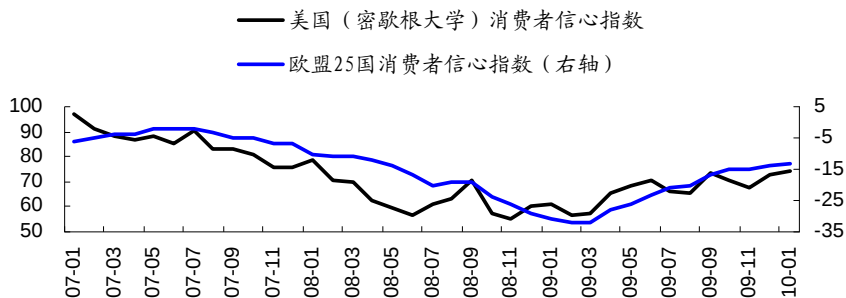
中国新出口订单指数 12 月份为 53.2，比上月回升 0.6 个点。该指数通常可以领先中国集装箱吞吐量的走势。



资料来源：中国港口网，中国物流与采购网，中金公司研究部

图表 34: 欧美消费者信心指数

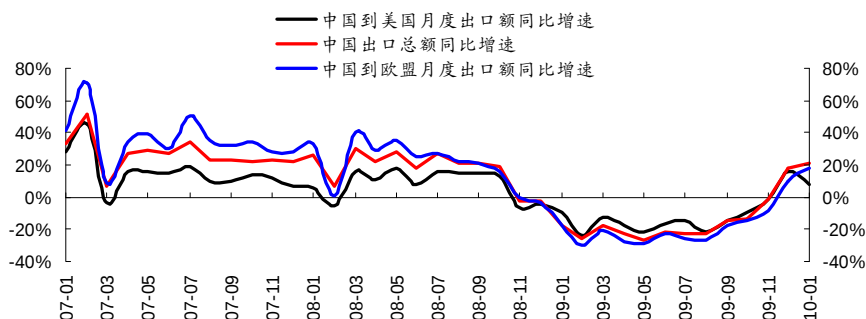
欧盟 1 月份的消费者信心指数从 12 月份的-14 升至-13; 美国 11 月份的消费者信心指数从 12 月份的 72.5 升至 74.4。



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

1 月份中国出口环比下滑 16.3%, 同比增长 21.0%, 同比增速加快 3.4 个百分点。中国向美国 1 月份的出口环比下滑 15.7%, 同比增长 8.3%, 同比增速比上月放缓 7.6 个百分点; 中国向欧盟 12 月份的出口环比下滑 4.6%, 同比增长 17.7%, 同比增速比上月提高 7.5 个百分点。

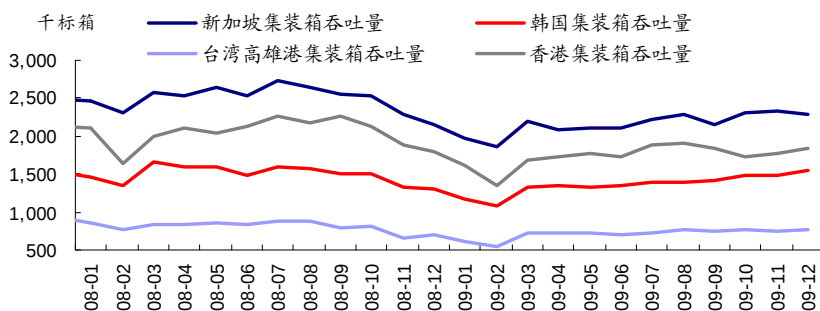
图表 35: 中国出口额同比增速



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 36: 亚太地区主要港口集装箱吞吐量

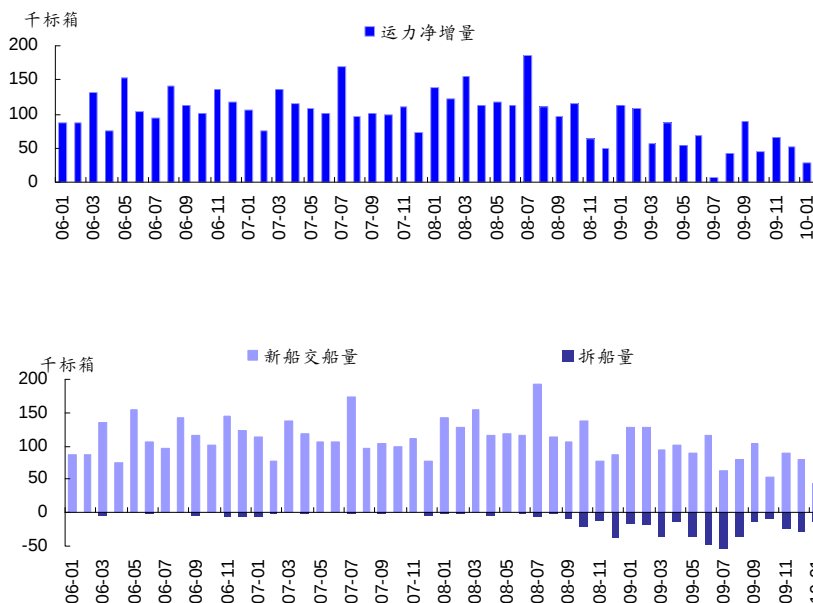
09 年 12 月亚洲主要港口的集装箱吞吐量环比变化涨多跌少: 新加坡的集装箱吞吐量在 12 月份分别环比下滑 1.9%; 而香港、韩国、台湾高雄港 12 月份的集装箱吞吐量则环比分别回升 4.4%、4.2% 和 3.6%。整体来看, 12 月份淡季的货量表现略好于预期。



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 37：全球集装箱船的运力变动

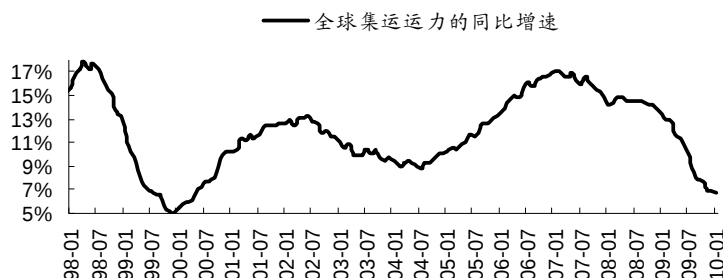
1 月份，全球共有 4.3 万标准箱的新集装箱船交付使用，同比减少 67%；共有 1.4 万标准箱的旧集装箱船拆解退出运营，同比减少 18%。1 月份净增加运力 1.9 万标准箱，比去年同期减少 74%。



资料来源：Clarkson，中金公司研究部

图表 38：全球集装箱船运力的同比扩张速度

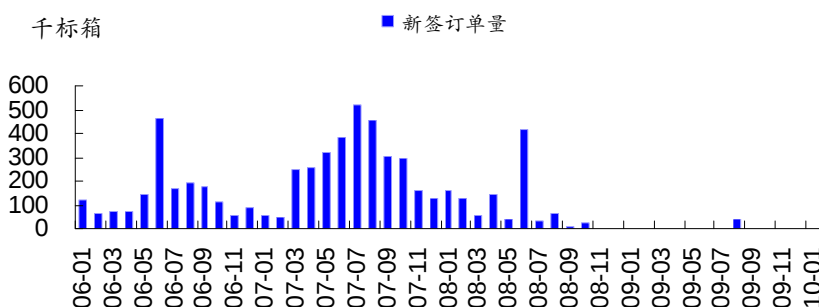
1 月底全球集装箱船运力比去年同期增长了 5.7%，增速自 07 年二季度以来一直呈现出放缓趋势。



资料来源：Clarkson，中金公司研究部

09 年以来全球集装箱船新造订单极少。

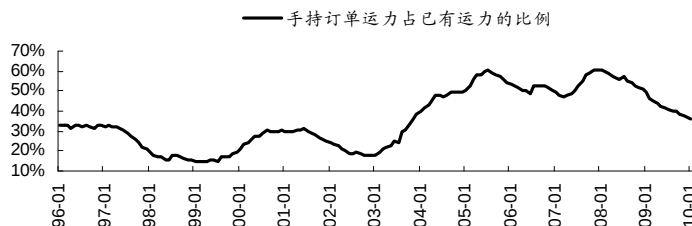
图表 39：全球集装箱船的新造船订单量



资料来源：Clarkson，中金公司研究部

图表 40: 集装箱船手持订单运力占目前船队运力的比例

由于连续数月新造船订单维持地量,随着新船的不断交付,目前手持订单占已有运力的比例由 07 年 60% 的高点下降至目前的 36%。

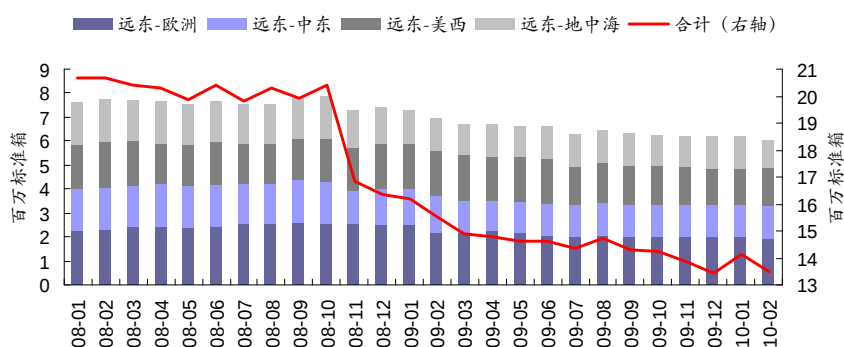


资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

从 08 年 1 月初至 2010 年 2 月初期间,虽然全球集装箱船的运力累计增长了 20%,但是各大航线的投放运营的运力却下降了 35%。船东通过一致缩减有效运力的投放来保证运价,是运价得以提升的重要基础。

我们发现,最近三个月总的运力投放保持平稳。远东到欧洲和地中海航线的运力投放继续呈缩减趋势,跨太平洋航线的运力投放保持稳定。

图表 41: 全球主要航线集装箱运力配置

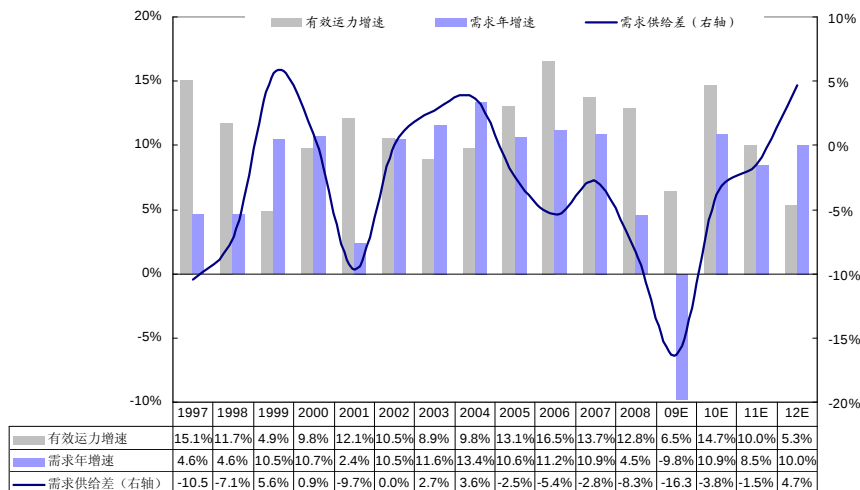


资料来源: 航贸网, Ci-online, 中金公司研究部

图表 42: 集运市场的供求关系预测

预计 2010 年集运市场需求同比增长 10.9%, 名义运力的增长为 7.7%, 即使考虑到闲置运力的大量释放其有效运力增长的上限是 14.7%, 供求增速之差明显收窄, 预计 2010 年的运价高于 09 年。

长期来看, 预计 2010-11 年供求增速大致持平, 2012 年需求增速高于供给, 集运是航运三个子行业最早进入上升周期的行业。

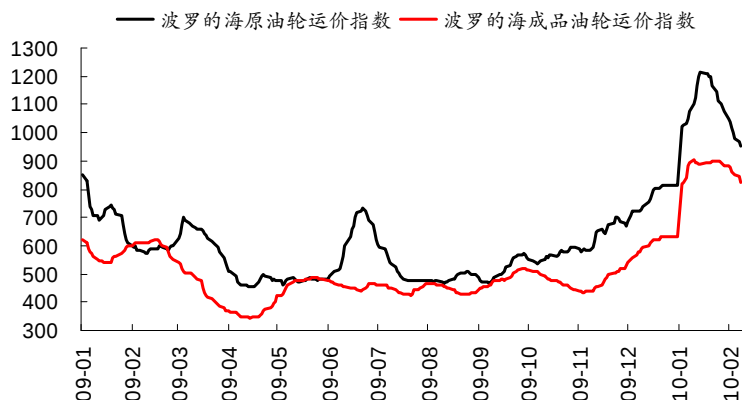


资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

油轮运输：淡季结束前油轮运价仍有下调风险

1月份以来，原油轮和成品油轮的运价出现向下调整。原油运价调整幅度更大。

图表 43：波罗的海原油和成品油运价指数



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 44：各型号油轮的租金水平

1月份双壳 VLCC (TD3) 的程租 TCE 水平高达 8.3 万美元/天，但 2 月初已高位回落至 6.3 万美元/天。

1月份 MR 的程租 TCE 水平小幅上涨至 1.15 万美元/天，但 2 月份也小幅回落至 1 万美元/天以下。

1月份原油和成品油轮的期租 TCR 水平稳中有升，远低于程租 TCE 水平。

美元/天	即期市场等价期租水平						
	10年1月	09年12月	环比增长	10年1月	09年1月	同比增长	2010-2-5
VLCC-中东至日本-Modern	83,025	49,349	68%	83,025	61,447	35%	63,388
Suesmax-Modern	47,861	32,439	48%	47,861	47,706	0%	26,683

美元/天	一年期租水平						
	10年1月	09年12月	环比增长	10年1月	09年1月	同比增长	2010-2-5
VLCC-双壳-310,000 dwt	38,200	33,000	16%	38,200	56,000	-32%	37,500
Suesmax-双壳-150,000 dwt	27,600	24,000	15%	27,600	41,800	-34%	26,000

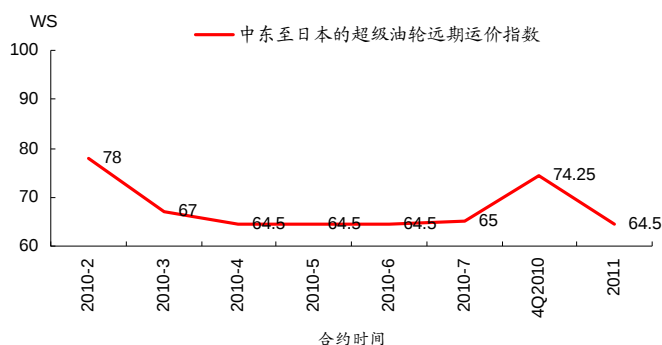
美元/天	即期市场等价期租水平						
	10年1月	09年12月	环比增长	10年1月	09年1月	同比增长	2010-2-5
Dirty重油油轮-50,000 dwt	20,806	17,015	22%	20,806	26,141	-20%	24,397
MR清洁油轮	11,482	10,927	5%	11,482	14,945	-23%	9,895

美元/天	一年期租水平						
	10年1月	09年12月	环比增长	10年1月	09年1月	同比增长	2010-2-5
7.4万吨成品油轮	16,800	15,875	6%	16,800	27,600	-39%	17,000
3.7万吨成品油轮	10,800	10,000	8%	10,800	19,100	-43%	11,000

资料来源：Clarkson，中金公司研究部

图表 45：中东到日本 VLCC 的 FFA 价格

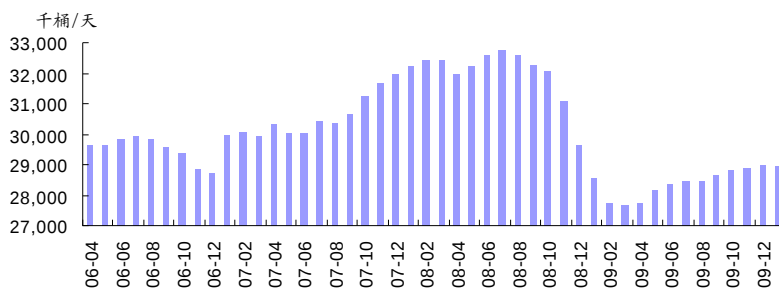
2010年3-7月交割的 FFA 价格明显低于现在的运价。这反映了未来一个季度的淡季运价存在下调压力。



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 46: OPEC 原油产量

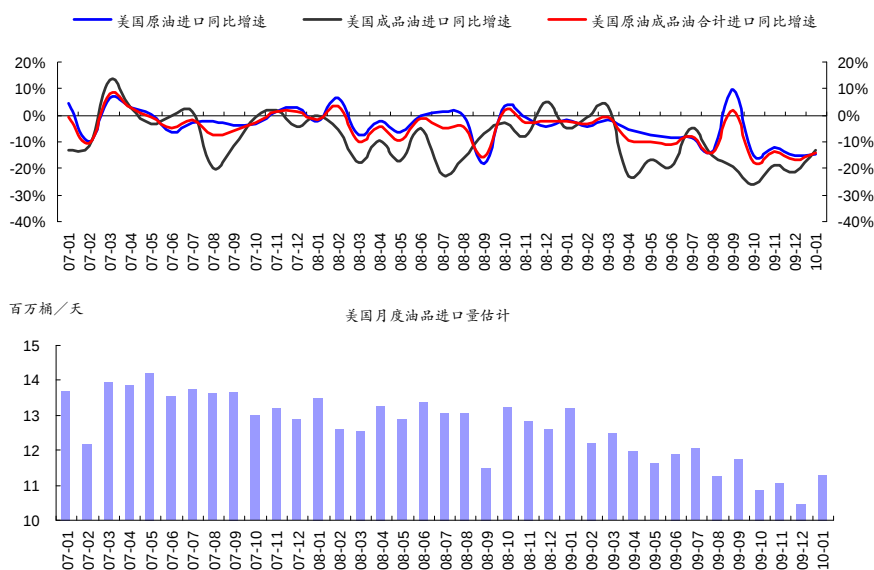
石油输出国组织的原油产量 1 月预计为 2895.5 万桶/天,比 10 月小幅减产 4.5 万桶/天。由于油价大幅下滑的可能性不大,所以我们预计 OPEC 未来大幅减产的可能性较低。



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 47: 美国原油和成品油进口量

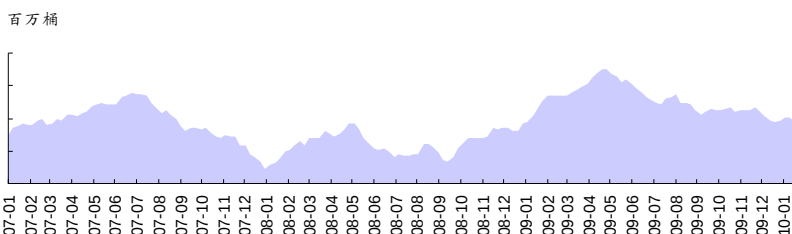
根据周数据估算,美国 1 月油品进口量环比增长 8%,同比下滑 14%;其中原油进口量环比增长 6%,同比下滑 14%;成品油进口量环比增长 15%,同比下滑 13%。



资料来源: EIA, 中金公司研究部

图表 48: 美国社会原油库存

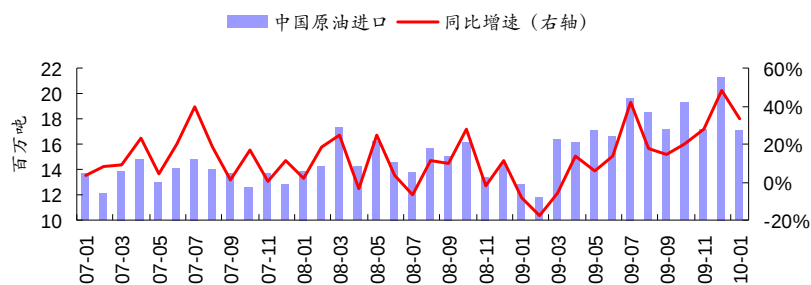
截至 09 年 1 月 29 日,美国社会原油库存为 3.29 亿桶,比一周前小幅上升 0.7%,比四周前小幅上涨 0.5%。



资料来源: EIA, 中金公司研究部

图表 49：中国原油进口量

对全球原油贸易增量贡献最多的中国，1 月份原油进口量为 1711 万吨，比 12 月份环比下滑 20%，同比增长 33%。

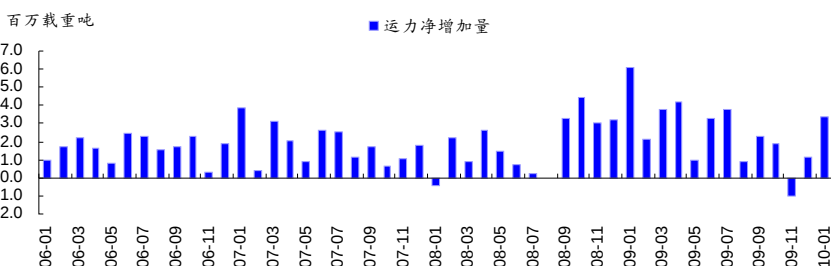


资料来源：CEIC，中金公司研究部

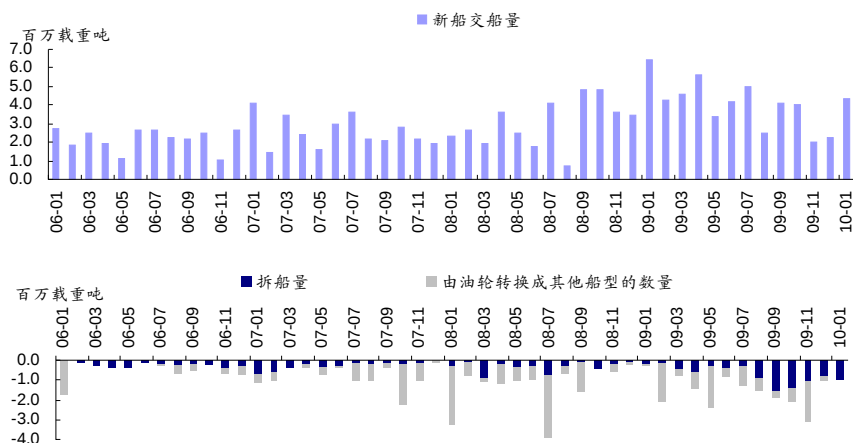
2010 年 1 月油轮市场净增运力约 335 万载重吨，比 09 年四季度每月 66 万载重吨的净增运力要高，但比去年同期减少 45%；

图表 50：全球油轮的运力变动

期间全球共有 436 万载重吨的新油轮投入运营，比 09 年四季度每月 276 万载重吨的交付量要高，但同比减少 32%；



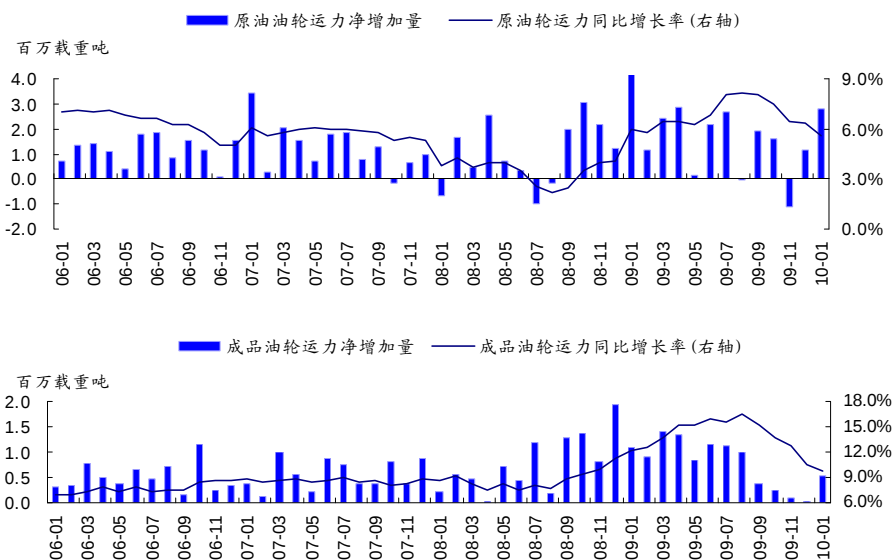
期间共有 101 万载重吨的老旧油轮通过拆解退出运营，与 09 年四季度每月 113 万载重吨的拆解量相当，同比增长超过 4 倍。



资料来源：Clarkson，中金公司研究部

图表 51: 原油轮和成品油轮的运力增长趋势

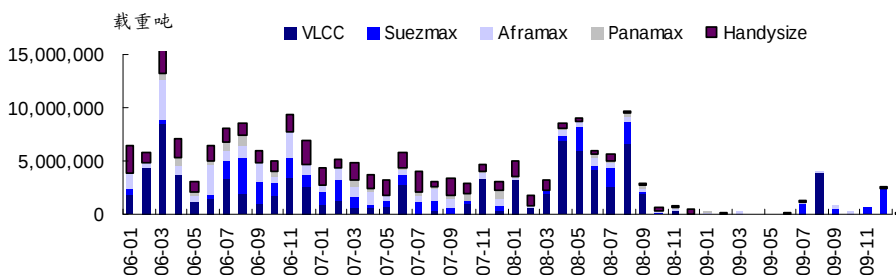
2010 年 1 月底, 原油轮和成品油轮运力的同比增速分别比 09 年 1 月底增加 5.6% 和 9.7%。原油轮和成品油轮的运力扩张速度继续放缓。



资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

图表 52: 油轮新签新造船订单量

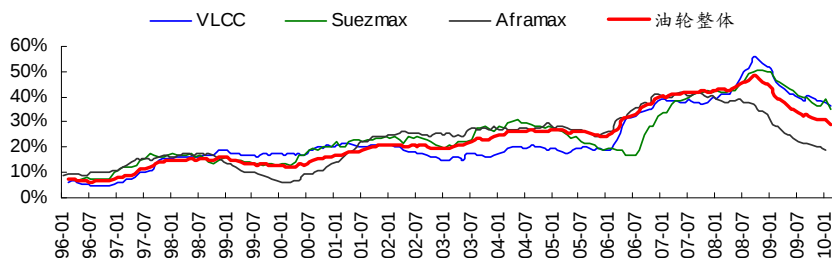
1 月份, 全球新签油轮新造船订单数量为 3 艘约 17 万载重吨。



资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

图表 53: 油轮手持订单运力占已有船队运力的比例

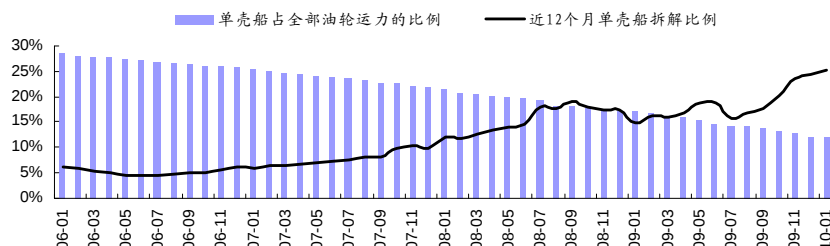
由于连续数月新造船订单的签订维持较低水平, 而新船不断交付, 目前手持订单占已有运力的比例由 08 年 9 月时 48% 的高点下降至目前的 29%。



资料来源: Clarkson, 中金公司研究部

图表 54：单壳油轮退出运营的情况

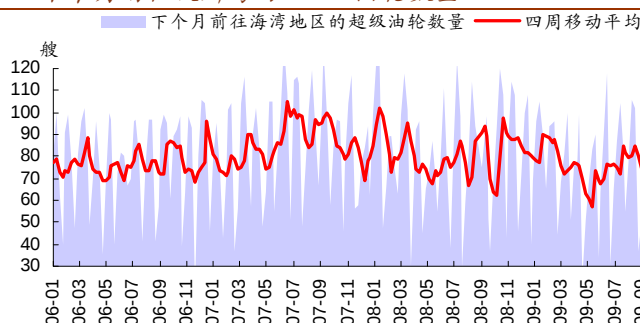
1 月底，油轮市场上的单壳船运力有 5110 万载重吨，占全部油轮运力的比例为 12%。最近 12 个月拆解和转出的单壳船占到总量的 25%。我们预计多数单壳船会集中到 2010 年尤其是下半年拆解，对 2010 年下半年运力供给的缓解起到积极作用。



资料来源：Clarkson，中金公司研究部

截至 2010 年 2 月 5 日，未来一个月共有 47 艘 VLCC 前往该地区。从最近四周的趋势来看，定载货量有所减少。

图表 55：下个月前往波斯湾的 VLCC 油轮数量

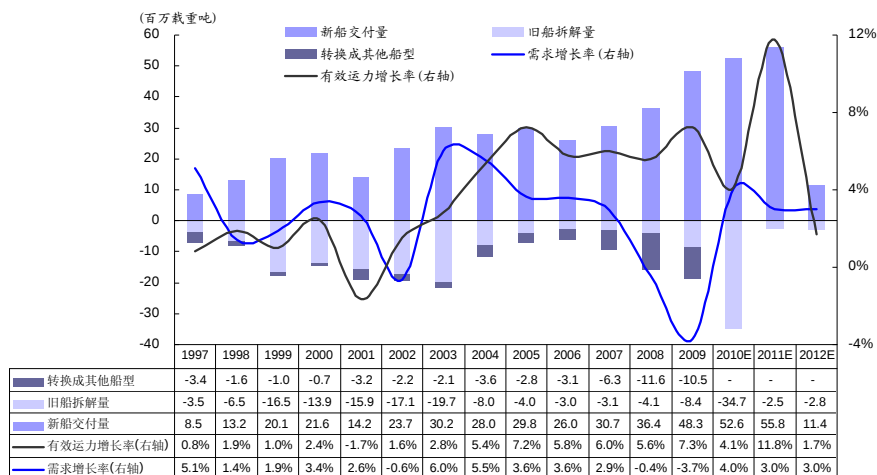


资料来源：Clarkson，中金公司研究部

长期来看我们维持之前的观点：整个油轮市场 2010 年呈现温和复苏的状态。在 2010 年单壳船淘汰因素的刺激下，运力扩张速度将明显放缓，实现供求的基本平衡。我们预计油轮运价在 2010 年下半年涨幅较为明显，其中 VLCC 的运价上涨好于 MR。

不过我们也强调，从传统的季节性来看，2010 年一季度的油轮运价存在下行风险。下一轮有力度的反弹可能出现在下半年。

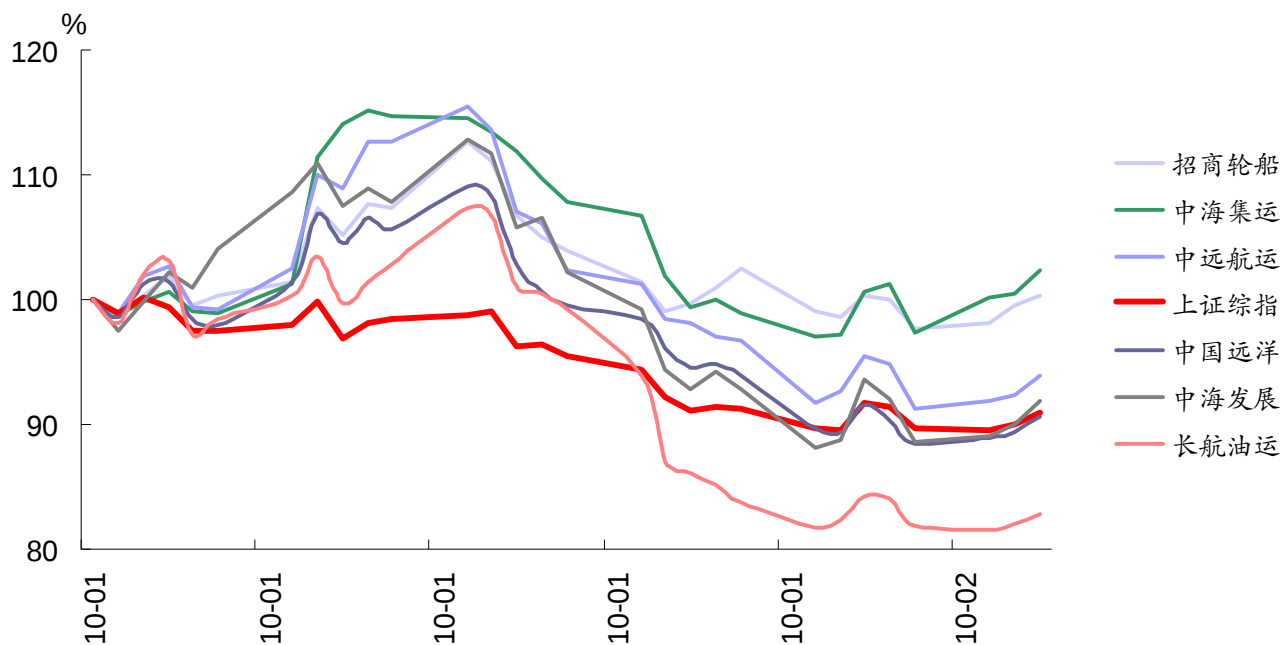
图表 56：全球油轮运输业供求关系预测



资料来源：Clarkson，中金公司研究部

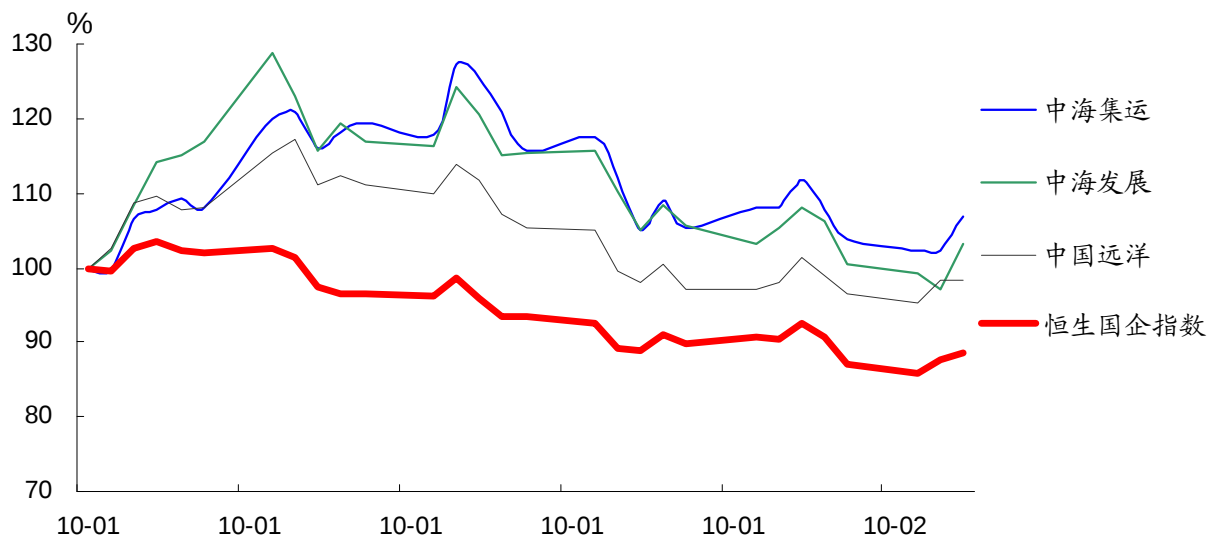
主要公司二级市场回顾及估值分析

图表 57: A 股航运公司股份表现



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 58: H 股航运公司股份表现



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 59: A 股航运公司估值表

国内A股公司	公司股票代码	评级	股价	每股收益				市盈率				市净率				净资产收益率 (%)				股息率 (%)			
				2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
中远海运*	600428 CH Equity	推荐	9.91	1.11	0.12	0.38	0.80	9.0	81.1	26.3	12.4	3.0	2.9	2.7	2.3	33.2	3.6	10.1	18.3	2.2	0.2	0.8	1.6
中海集团*	601866 CH Equity	推荐	4.74	0.01	(0.55)	0.13	0.32	424.1	(8.6)	37.3	15.0	1.7	2.2	2.1	1.8	0.4	(25.7)	5.6	12.3	-	-	-	-
中海发展*	600026 CH Equity	审慎推荐	13.18	1.58	0.38	0.72	0.76	8.4	35.1	18.2	17.3	2.1	2.1	1.9	1.7	25.2	5.9	10.4	10.1	2.3	1.0	1.0	1.1
长航油运*	600087 CH Equity	中性	6.22	0.37	0.00	0.22	0.22	16.8	2,364.4	28.0	28.9	2.2	2.3	2.1	1.9	13.2	0.1	7.6	6.7	1.6	-	1.1	1.0
中国远洋*	601919 CH Equity	中性	12.59	1.06	(0.46)	0.14	0.37	11.9	(27.2)	87.1	34.2	2.5	2.9	2.8	2.6	20.8	(10.6)	3.2	7.6	2.3	-	-	-
招商轮船*	601872 CH Equity	中性	5.68	0.36	0.13	0.21	0.18	15.8	43.4	26.5	32.0	2.1	2.0	1.9	1.8	13.1	4.7	7.1	5.6	1.9	0.3	0.5	0.4
宁波海运	600798 CH Equity	n.a	5.27	0.35	0.06	0.15	n.a	15.0	83.7	36.3	n.a	2.5	n.a	n.a	n.a	19.4	n.a	n.a	n.a	2.5	n.a	n.a	n.a
中海海盛	600896 CH Equity	n.a	9.21	0.23	0.17	n.a	n.a	40.0	54.2	n.a	n.a	3.8	n.a	n.a	n.a	9.7	n.a	n.a	n.a	0.4	n.a	n.a	n.a
长航凤凰	000520 CH Equity	n.a	5.25	0.11	(0.1)	0.16	n.a	47.9	(52.5)	32.8	n.a	2.9	n.a	n.a	n.a	5.0	n.a	n.a	n.a	0.5	n.a	n.a	n.a
平均值								65.4	285.9	36.6	23.3	2.5	2.4	2.2	2.0	15.6	(3.7)	7.3	10.1	1.5	0.3	0.6	0.7
中值								15.8	43.4	30.4	23.1	2.5	2.3	2.1	1.9	13.2	1.8	7.4	8.9	1.9	0.1	0.6	0.7

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 60: H 股航运公司估值表

H-share shpg comps	Ticker	Rating	Shr price (HK\$)	EPS (Rmb)				P/E				P/B				ROE (%)				Dividend yields (%)			
				2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
CSD	1138 HK Equity	Accumulate	12.04	1.58	0.38	0.72	0.76	6.7	28.2	14.3	12.9	1.7	1.7	1.5	1.3	25.2	5.9	10.5	10.1	2.8	1.3	1.3	1.5
CCH	1919 HK Equity	Hold	9.38	1.14	(0.46)	0.14	0.37	7.3	(17.9)	55.8	20.9	1.6	1.9	1.8	1.6	22.1	(10.5)	3.2	7.5	3.5	-	-	-
CSCL	2866 HK Equity	Buy	2.99	0.00	(0.55)	0.13	0.32	715.3	(4.8)	20.2	7.7	1.0	1.3	1.2	1.0	0.1	(26.3)	5.9	13.2	-	-	-	-

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 61: 国际干散货航运公司估值表

干散货	公司股票代码	股价	每股收益				市盈率				市净率				净资产收益率 (%)				股息率 (%)			
			2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
DIANA SHIPPING	DSX US Equity	13.69	2.97	1.55	1.59	1.54	4.6	8.8	8.6	8.9	1.1	1.1	1.0	1.0	28.2	13.4	11.8	10.5	24.2	-	0.4	6.7
EAGLE BULK SHIPP	EGLE US Equity	4.92	1.32	0.66	0.30	0.20	3.7	7.5	16.3	24.2	0.5	0.5	0.5	0.5	12.5	6.1	2.6	2.9	40.7	-	-	n.a
GENCO SHIPPING	GNK US Equity	19.29	2.86	4.61	3.53	1.65	6.7	4.2	5.5	11.7	0.7	0.7	0.6	0.7	13.1	17.9	11.3	4.6	20.0	-	-	0.3
DRYSHIPS INC	DRYS US Equity	5.36	(8.11)	1.00	0.90	1.26	(0.7)	5.4	5.9	4.2	0.5	0.6	0.5	0.6	(31.2)	7.2	8.9	12.6	14.9	-	-	0.4
EXCEL MARITIME	EXM US Equity	5.14	(1.23)	0.02	0.28	(0.24)	(4.2)	244.8	n.a	(22)	0.3	0.3	0.2	0.2	(6.4)	12.4	5.5	(1.8)	11.7	-	-	-
KAWASAKI KISEN	9107 JP Equity	303.00	50.89	(121.08)	(11.74)	21.02	6.0	(2.5)	n.a	14.4	0.7	n.a	0.8	0.8	9.4	(22.4)	(3.0)	4.7	4.5	0.1	0.5	1.4
PRECIOUS SHIPPIN	PSL TB Equity	19.20	2.93	1.73	2.40	3.02	6.6	11.1	8.0	6.4	1.2	1.1	1.1	1.0	18.3	9.9	13.5	15.7	9.1	4.0	4.9	8.3
PACIFIC BASIN	2343 HK Equity	0.73	0.24	0.07	0.05	0.06	3.0	10.6	13.8	11.6	1.0	1.0	1.0	0.9	39.2	9.2	7.3	8.2	13.2	3.4	3.0	4.0
SINOTRANS SHIPPI	368 HK equity	0.45	0.09	0.03	0.03	0.04	5.2	16.1	14.1	11.9	0.9	0.9	0.8	0.8	18.7	5.6	5.6	6.3	6.3	1.8	2.0	2.2
平均值							3.4	34.0	10.3	8.0	0.8	0.8	0.7	0.7	11.3	6.6	7.1	7.1	16.0	1.0	1.2	2.9
中值							4.6	8.8	8.6	11.6	0.7	0.8	0.8	0.8	13.1	9.2	7.3	6.3	13.2	-	0.4	1.8

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 62: 国际集运公司估值表

集运公司	货币	股票代码	股价	每股收益				市盈率				市净率				净资产收益率 (%)				股息率 (%)			
				2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
China Shpg Container Lines*	CNY	2866 Hk equity	2.99	0.00	(0.55)	0.13	0.32	715.3	(4.8)	20.2	7.7	1.0	1.3	1.2	1.0	0.1	(26.3)	5.9	13.2	-	-	-	-
Yang Ming	TWD	2609 Tt equity	10.65	0.21	(4.58)	(1.22)	0.72	50.7	(2.3)	(8.8)	14.8	0.6	0.7	0.8	0.8	1.1	(31.8)	(17.3)	3.1	n.a	0.0	-	0.9
Hanjin	KRW	000700 Ks equity	15,650.00	26,708.13	(72,306.00)	(15,657.00)	3,077.00	0.6	(0.2)	(1.0)	5.09	0.1	0.1	0.1	0.1	11.0	(1.9)	(8.1)	38.6	19.8	13.9	13.7	11.5
Evergreen	TWD	2603 Tt equity	17.30	0.21	(2.85)	(0.51)	1.03	82.4	(6.1)	(34.0)	16.8	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0	(15.1)	(4.1)	4.2	-	0.2	0.3	1.6
Wan Hai	TWD	2615 Tt equity	15.40	0.00	(0.89)	0.44	1.03	7,700.0	(17.3)	34.8	14.9	1.2	1.3	1.2	1.2	0.0	(7.8)	1.9	6.6	-	-	1.0	2.5
Orient Overseas	USD	316 Hk equity	6.71	0.44	(0.63)	0.76	0.48	15.4	(10.6)	8.9	14.0	1.0	1.1	0.9	0.8	6.4	(9.7)	13.7	6.0	1.6	0.3	2.3	1.9
Neptune Orient Lines Limited	USD	NOL SP Equity	1.12	0.05	(0.30)	(0.08)	0.09	21.9	(3.7)	(14.9)	12.0	0.9	1.0	1.1	1.0	3.2	(24.5)	(9.0)	7.2	6.5	-	0.1	1.1
平均值								1,226.6	(6.4)	0.7	12.2	0.8	0.9	0.9	0.8	3.3	(16.7)	(2.4)	11.3	4.6	2.1	2.5	2.8
中值								50.7	(4.8)	(1.0)	14.0	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1	(15.1)	(4.1)	6.6	0.8	0.0	0.3	1.6

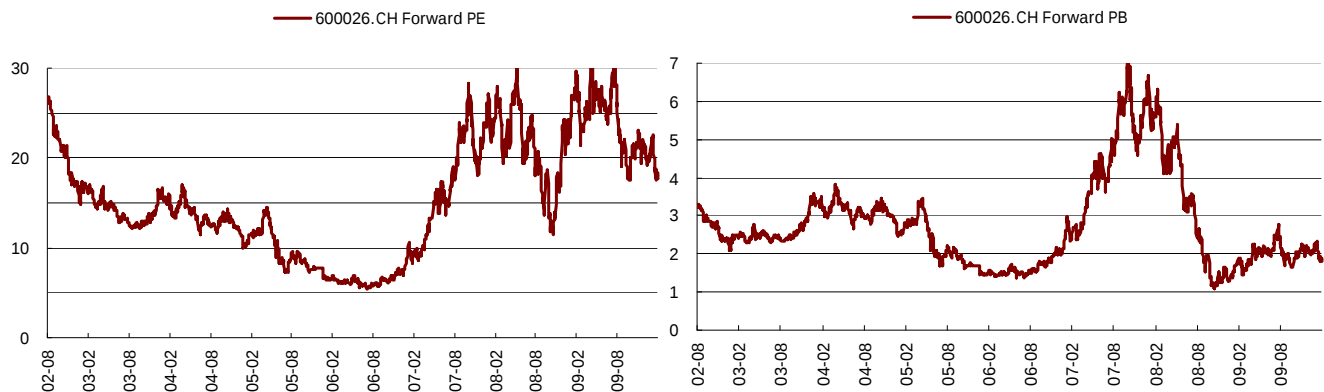
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 63: 国际油轮公司估值表

国际可比油轮公司	公司股票代码	股价	每股收益				市盈率				市净率				净资产收益率 (%)				股息率 (%)			
			2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
TEEKAY SHIPPING	TK US Equity	22.6	(6.5)	(1.1)	0.97	1.41	(3.5)	(21.0)	23.3	16.0	0.7	0.7	0.7	0.7	(19.9)	(0.2)	4.0	4.1	5.1	5.6	5.6	5.6
FRONTLINE LTD	FRO US Equity	26.6	9.15	1.37	2.00	2.25	2.9	19.4	13.3	11.9	2.8	2.8	2.6	2.5	121.7	15.1	18.4	18.1	31.0	3.2	3.7	5.8
OVERSEAS SHIPPING	OSG US Equity	42.2	10.71	(1.4)	0.43	3.15	3.9	(29.5)	97.3	13.4	0.6	0.6	0.6	0.6	17.9	0.3	0.8	4.1	3.6	4.1	3.8	3.7
SHIP FINANCE	SFL US Equity	14.1	2.50	2.40	2.33	2.17	5.6	5.9	6.1	6.5	1.6	1.4	1.2	1.2	32.1	30.6	25.5	18.5	16.2	9.3	9.6	8.9
GENERAL MARITIME	GMR US Equity	7.0	0.76	0.52	(0.0)	0.24	9.2	13.5	(701.0)	n.a	1.0	0.9	1.0	1.0	8.7	7.5	(0.1)	1.6	22.5	18.5	7.1	6.1
TSAKOS ENERGY	TNP US Equity	15.3	5.40	1.20	1.03	1.76	2.8	12.7	14.9	8.7	0.6	0.6	0.6	0.6	23.0	7.9	5.9	6.6	11.8	4.3	3.0	4.1
TOP TANKERS INC	TOPS US Equity	1.1	1.01	(0.4)	0.40	0.20	1.1	(2.8)	2.8	5.5	0.1	n.a	n.a	n.a	10.2	n.a	n.a	n.a	-	n.a	n.a	n.a
KNIGHTSBRIDGE TA	VLCCF US Equity	14.5	2.81	1.24	2.37	2.43	5.2	11.7	6.1	6.0	1.1	1.0	1.0	1.0	21.7	9.2	14.7	14.8	19.0	1.0	10.6	13.1
NORDIC AMER TANK	NAT US Equity	28.1	3.63	0.15	1.14	1.66	7.7	182.5	24.6	16.9	1.3	1.2	1.3	1.4	16.3	0.5	4.7	7.1	17.4	6.3	9.0	10.8
平均值							3.9	21.4	(57.0)	10.6	1.1	1.2	1.1	1.1	25.7	8.9	9.3	9.4	14.1	6.6	6.6	7.3
中值							3.9	11.7	13.3	10.3	1.0	1.0	1.0	1.0	17.9	7.7	5.3	6.8	16.2	5.0	6.4	6.0

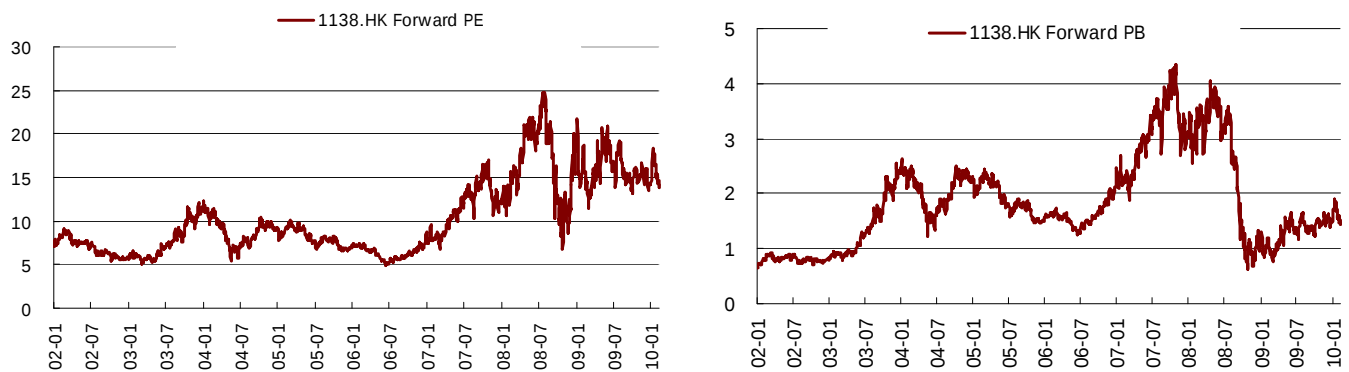
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 64: 中海发展 A 股 PE/PB Band



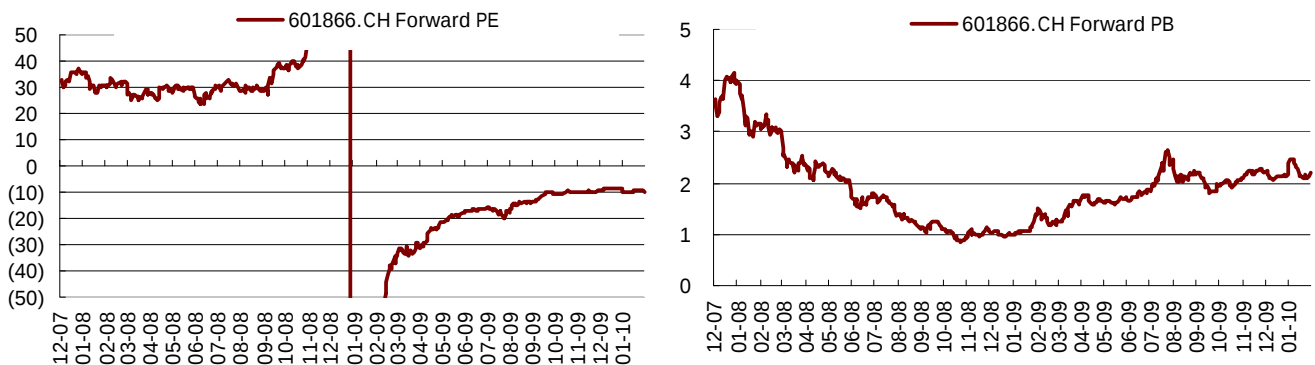
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 65: 中海发展 H 股 PE/PB Band



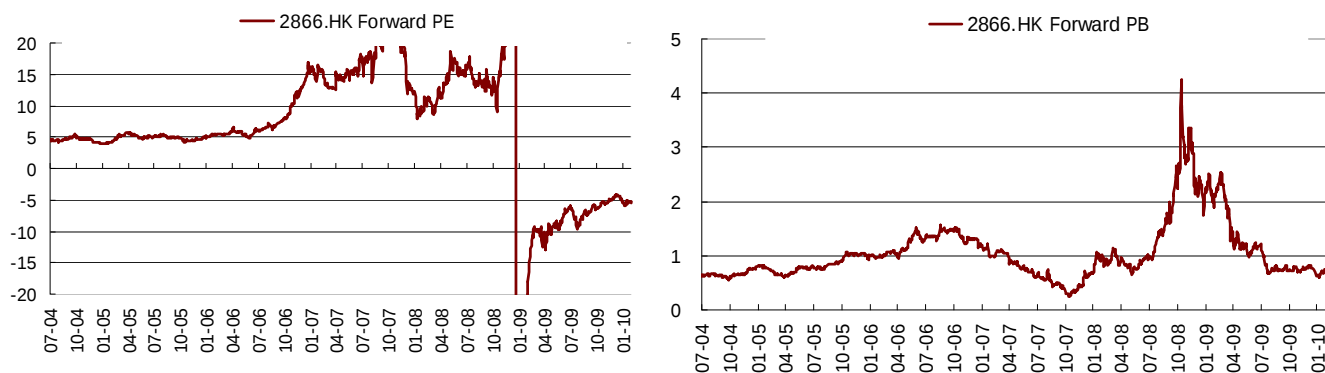
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 66: 中海集运 A 股 PE/PB Band



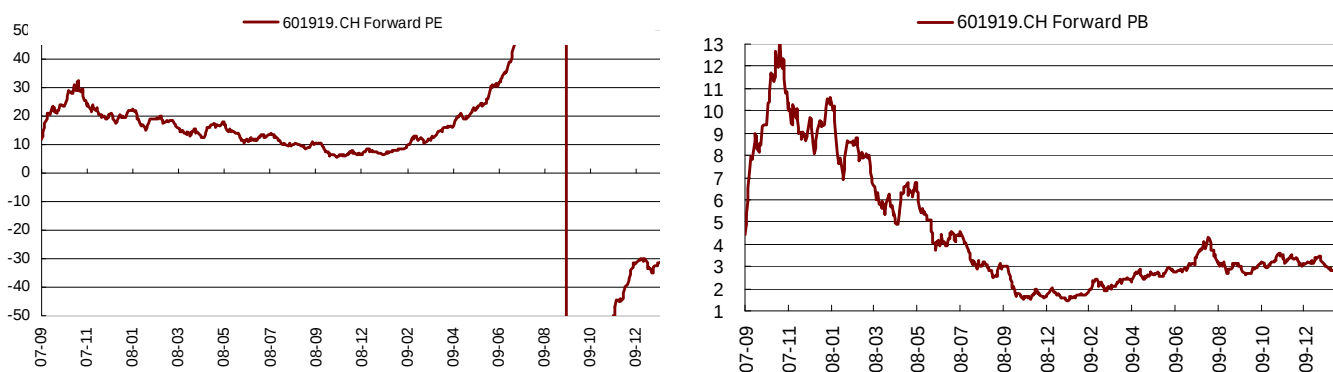
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 67：中海集运 H 股 PE/PB Band



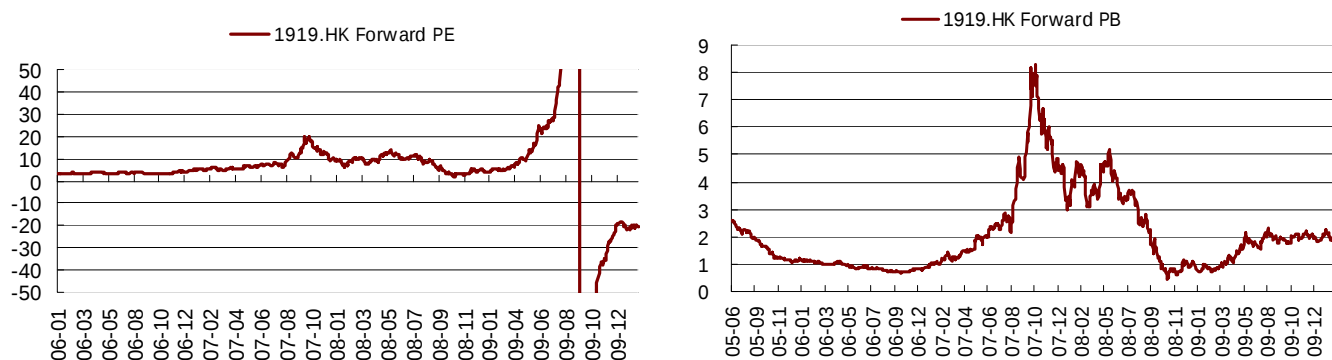
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 68：中国远洋 A 股 PE/PB Band



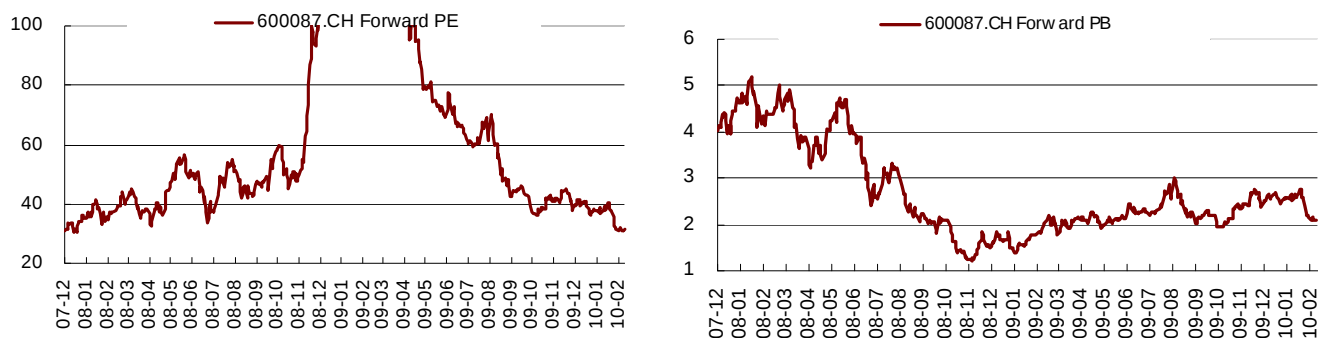
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 69：中国远洋 H 股 PE/PB Band



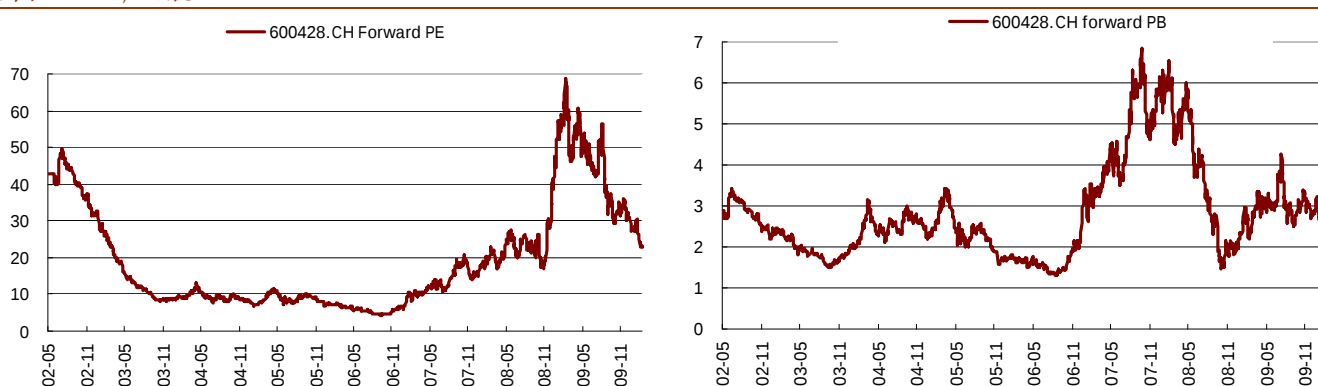
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 70: 长航油运 PE/PB Band



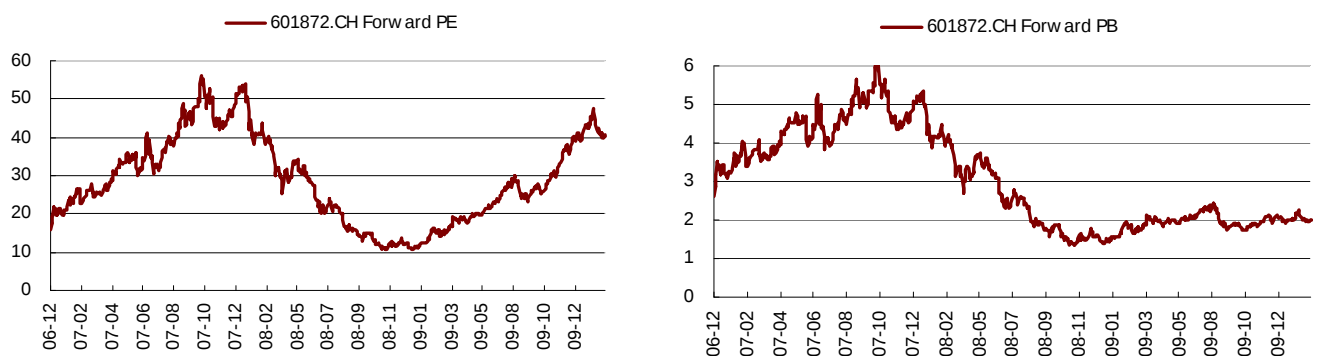
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 71: 中远航运 PE/PB Band



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 72: 招商轮船 PE/PB Band



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 73：中海发展财务摘要

	2006	2007	2008	2009 E	2010 E	2011 E
损益表 (百万元)						
营业收入	9,441	12,687	17,562	8,866	12,318	14,280
(+/-)	9%	34%	38%	-50%	39%	16%
煤运收入	2,892	5,474	7,083	2,786	3,376	3,775
(+/-)	-7%	89%	29%	-61%	21%	12%
油运收入	5,439	5,003	6,078	4,922	7,290	7,981
(+/-)	16%	-8%	21%	-19%	48%	9%
减：营业成本	5,946	7,339	11,115	6,969	8,875	10,501
营业毛利	3,317	5,100	6,115	1,729	3,210	3,509
(+/-)	-2%	54%	20%	-72%	86%	9%
毛利率	35%	40%	35%	20%	26%	25%
减：管理费用	-184	-165	-257	-218	-223	-227
财务费用	-136	-195	-62	-49	-231	-381
营业利润	3,127	4,953	6,023	1,477	2,957	3,125
(+/-)	2%	58%	22%	-75%	100%	6%
加：投资收益	68	160	548	55	241	266
加：营业外收支	178	425	410	123	123	123
利润总额	3,306	5,378	6,433	1,600	3,080	3,248
(+/-)	4%	63%	20%	-75%	93%	5%
减：所得税	531	782	1,057	320	616	650
少数股东权益	3	-	3	1	1	2
净利润	2,771	4,596	5,373	1,279	2,463	2,597
(+/-)	2%	66%	17%	-76%	93%	5%
摊薄每股收益(元)	0.81	1.35	1.58	0.38	0.72	0.76
(+/-)	2%	66%	17%	-76%	93%	5%
资产负债表 (百万元)						
流动资产	2,312	2,420	3,141	3,022	3,262	3,236
总资产	16,950	23,607	29,928	35,025	40,120	44,286
流动负债	2,565	1,712	1,834	1,992	2,229	2,504
长期负债	1,830	5,725	6,546	11,226	14,087	15,875
总负债	4,395	7,438	8,380	13,218	16,317	18,378
净资产	12,556	16,072	21,354	21,612	23,607	25,710
负债及所有者权益	16,950	23,607	29,928	35,025	40,120	44,286
现金流量表 (百万元)						
经营活动现金流量净额	3,171	5,602	6,049	2,556	3,364	3,946
投资活动现金流量净额	-4,207	-6,967	-6,133	-5,843	-5,517	-5,093
自由现金流量	-1,036	-1,365	-84	-3,287	-2,153	-1,146
筹资活动现金流量净额	432	1,999	894	3,760	2,158	986
财务比率						
增长						
收入	9%	34%	38%	-50%	39%	16%
息税前利润	3%	58%	18%	-75%	109%	10%
税前利润	4%	63%	19%	-75%	93%	5%
净利润	2%	66%	17%	-76%	93%	5%
摊薄每股盈利	2%	66%	17%	-76%	93%	5%
利润率						
毛利率	37%	42%	37%	21%	28%	26%
息税前利润率	35%	41%	35%	17%	26%	25%
税前利润率	35%	42%	37%	18%	25%	23%
净利润率	29%	36%	31%	14%	20%	18%
资产周转比率						
总资产周转率	56%	54%	59%	25%	31%	32%
固定资产周转率	69%	64%	70%	29%	35%	36%
流动性比率						
现金比率	0.2	0.6	1.0	1.2	1.0	0.9
流动比率	0.9	1.4	1.7	1.5	1.5	1.3
杠杆比率						
净债务权益比率	22%	32%	22%	42%	50%	54%
资产负债率	26%	32%	29%	38%	41%	42%
息税前利润/净财务费用	24.0X	26.4X	97.6X	30.9X	13.8X	9.2X
杜邦分析						
净利润率	29%	36%	31%	14%	20%	18%
资产周转率	56%	54%	59%	25%	31%	32%
资产/股东权益	1.4	1.5	1.4	1.6	1.7	1.7
净资产回报率	22%	29%	25%	6%	10%	10%

资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 74: 中海集运财务摘要

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
利润表 (人民币百万)							
营业收入	28,625	30,908	39,357	35,110	20,815	34,658	40,104
(+/-)	32%	8%	27%	-11%	-41%	67%	16%
营业毛利	4,907	1,901	5,207	1,169	-6,285	2,306	5,193
(+/-)	-10%	-61%	174%	-78%	-637%	-137%	125%
营业利润	3,987	894	3,900	104	-6,851	1,675	4,522
(+/-)	-13%	-78%	336%	-97%	-6694%	-124%	170%
利润总额	4,107	899	3,914	144	-6,802	1,724	4,571
(+/-)	-11%	-78%	335%	-96%	-4819%	-125%	165%
少数股东权益	2	6	4	25	-272	69	183
归属母公司所有者的损益	3,379	669	3,290	131	-6,461	1,483	3,702
(+/-)	-15%	-80%	392%	-96%	-5048%	-123%	150%
摊薄每股收益(元)	0.29	0.07	0.28	0.01	-0.55	0.13	0.32
(+/-)	-15%	-74%	281%	-96%	-5048%	-123%	150%
现金流量表 (人民币百万)							
经营活动现金流量净额	5,046	2,380	6,106	3,330	-4,242	2,965	5,596
投资活动现金流量净额	-5,139	-2,412	-5,171	-9,118	-2,290	-1,090	-4,990
自由现金流	-93	-32	935	-5,788	-6,532	1,875	606
筹资活动现金流量净额	-2,284	-420	12,378	1,117	-258	-737	-2,423
净现金流入(出)	-2,437	-511	13,348	-4,722	-6,892	1,035	-1,918
资产负债表 (人民币百万)							
货币资金	3,427	2,916	16,398	11,676	4,784	5,819	3,901
其他流动资产	4,124	4,515	6,545	3,701	2,451	3,629	4,072
流动资产	7,551	7,430	22,943	15,377	7,235	9,449	7,973
固定资产净值	16,907	20,238	24,114	26,710	32,517	32,744	35,827
其他非流动资产	3,870	3,034	5,974	8,211	2,963	2,145	2,220
非流动资产	20,777	23,272	30,089	34,922	35,480	34,889	38,048
总资产	28,328	30,702	53,032	50,299	42,715	44,338	46,020
流动负债	3,715	4,832	8,175	9,693	7,995	9,902	9,286
长期借款	5,107	5,615	4,367	4,232	5,182	3,448	1,963
长期负债	8,162	9,676	9,281	8,154	9,104	7,370	5,885
负债合计	11,876	14,508	17,457	17,847	17,099	17,272	15,171
少数股东权益	38	43	698	713	441	510	693
股东权益	16,414	16,151	34,878	31,738	25,175	26,556	30,156
股本	6,030	6,030	11,683	11,683	11,683	11,683	11,683
储备及其他	10,384	10,121	23,195	20,055	13,492	14,872	18,473
摊薄每股净资产	2.72	2.68	2.99	2.72	2.15	2.27	2.58
财务比率							
利润率							
毛利率	17%	6%	13%	3%	-30%	7%	13%
营业利润率	14%	3%	10%	0%	-33%	5%	11%
税前利润率	14%	3%	10%	0%	-33%	5%	11%
净利润率	12%	2%	8%	0%	-31%	4%	9%
流动性比率							
现金比率	0.9	0.6	2.0	1.2	0.6	0.6	0.4
流动比率	2.0	1.5	2.8	1.6	0.9	1.0	0.9
杠杆比率							
净债务权益比率	17%	27%	-24%	-3%	23%	16%	13%
资产负债率	42%	47%	33%	35%	40%	39%	33%
息税前利润/净财务费用	-8.7	-0.7	-5.1	0.8	120.2	-7.9	-23.0
杜邦分析							
净利润率	12%	2%	8%	0%	-31%	4%	9%
资产周转率	101%	101%	74%	70%	49%	78%	87%
资产/股东权益	1.7X	1.9X	1.5X	1.6X	1.7X	1.7X	1.5X
净资产回报率	21%	4%	9%	0%	-26%	6%	12%

资料来源: 公司信息、中金公司研究部

图表 75：中国远洋财务摘要

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
损益表 (百万元)					
营业收入	98,132	114,968	55,967	68,218	73,899
(+/-)	54%	17%	-51%	22%	8%
千散货运输	53,385	71,611	27,609	28,775	29,036
(+/-)	94%	34%	-61%	4%	1%
集装箱航运及相关业务	40,969	39,081	23,643	34,354	39,366
(+/-)	17%	-5%	-40%	45%	15%
集装箱码头及相关业务	399	650	715	786	865
(+/-)	76%	63%	10%	10%	10%
集装箱租赁	1,952	1,853	1,760	1,813	1,868
(+/-)	-16%	-5%	-5%	3%	3%
物流业务	2,455	2,893	3,471	3,819	4,200
(+/-)	20%	18%	20%	10%	10%
营业毛利	25,029	27,510	11	5,537	8,190
(+/-)	121%	10%	-100%	51603%	48%
毛利率	26%	24%	0%	8%	11%
千散货运输	19,922	23,207	2,587	2,702	2,964
(+/-)	175%	16%	-89%	4%	10%
集装箱航运及相关业务	3,874	2,618	-4,904	455	2,662
(+/-)	16%	-32%	-287%	-109%	485%
集装箱码头及相关业务	206	317	349	347	381
(+/-)	85%	54%	10%	-1%	10%
集装箱租赁	935	993	874	900	928
(+/-)	-30%	6%	-12%	3%	3%
物流业务	1,023	1,291	1,549	1,674	1,841
(+/-)	25%	26%	20%	8%	10%
减：管理费用	5,019	4,304	4,084	4,370	4,720
财务费用	1,239	656	665	1,370	1,335
加：投资收益	4,038	2,638	-1,195	2,057	2,263
营业利润	24,388	19,605	-3,019	1,882	4,396
(+/-)	172%	-20%	-115%	-162%	134%
加：营业外收支	1,179	-4,729	-504	754	754
利润总额	25,567	14,877	-3,523	2,636	5,150
(+/-)	143%	-42%	-124%	-175%	85%
减：所得税	4,656	2,951	450	350	515
净利润	19,090	10,830	-4,723	1,476	3,761
(+/-)	152%	-43%	-144%	-131%	155%
净利润率	19%	9%	-8%	2%	5%
扣除非经常性损益后的净利润	4,284	15,664	-8,327	752	3,156
(+/-)	394%	266%	-153%	-109%	320%
少数股东权益	1,821	1,096	750	809	874
摊薄每股盈利	1.87	1.06	-0.46	0.14	0.37
(+/-)	108%	-43%	-144%	-131%	155%
摊薄每股净资产	4.40	5.10	4.35	4.49	4.84
(+/-)	26%	16%	-15%	3%	8%
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流量净额	22,910	23,378	-5,730	6,837	4,178
投资活动现金流量净额	-19,274	-20,836	-17,522	-8,812	-3,824
筹资活动现金流量净额	23,946	-7,442	4,044	-3,825	-3,722
净现金流入(出)	26,559	-6,076	-19,208	-5,800	-3,367
财务比率					
增长					
收入	54%	17%	-51%	22%	8%
营业利润	172%	-20%	-115%	-238%	76%
税前利润	143%	-42%	-124%	-175%	95%
净利润	152%	-43%	-144%	-131%	155%
摊薄每股盈利	108%	-43%	-144%	-131%	155%
利润率					
毛利率	26%	24%	0%	8%	11%
营业利润率	25%	17%	-5%	5%	8%
税前利润率	26%	13%	-6%	4%	7%
净利润率	19%	9%	-8%	2%	5%
杠杆比率					
净债务权益比率	-40%	-11%	47%	53%	52%
资产负债率	53%	48%	52%	51%	48%
息税前利润/净财务费用	-18.0X	-28.9X	5.5X	-0.4X	-2.3X
杜邦分析					
净利润率	19%	9%	-8%	2%	5%
资产周转率	86%	98%	50%	60%	63%
资产/股东权益	2.5	2.2	2.5	2.5	2.4
净资产回报率	42%	21%	-11%	3%	8%

资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 76: 长航油运财务摘要

	2007备考	2008	2009E	2010E	2011E
损益表(百万元)					
营业收入	2,497	3,192	3,359	4,697	5,499
(+/-)	11%	28%	5%	40%	17%
海上石油运输	2,005	2,682	2,866	4,205	4,998
(+/-)	9%	34%	7%	47%	19%
化学品运输	307	306	287	271	280
(+/-)	20%	0%	-6%	-5%	3%
液化气运输	80	129	95	107	104
(+/-)	20%	61%	-27%	13%	-3%
沥青运输	99	47	81	77	74
(+/-)	20%	-53%	72%	-5%	-3%
其它	5	28	31	37	44
(+/-)	5%	440%	11%	20%	20%
减: 营业成本	1,799	2,463	3,072	3,859	4,624
(+/-)	17%	37%	25%	26%	20%
海上石油运输	1,390	1,983	2,627	3,434	4,193
(+/-)	17%	43%	33%	31%	22%
化学品运输	256	304	266	250	257
(+/-)	17%	19%	-12%	-6%	3%
液化气运输	60	103	79	84	81
(+/-)	17%	71%	-24%	6%	-3%
沥青运输	87	59	89	78	76
(+/-)	17%	-32%	49%	-11%	-3%
其它	6	13	10	13	16
(+/-)	0%	108%	-21%	25%	20%
毛利	670	687	240	791	826
(+/-)	-1%	3%	-65%	229%	4%
海上石油运输	615	700	239	771	804
(+/-)	-5%	14%	-66%	223%	4%
化学品运输	51	2	20	22	22
(+/-)	34%	-96%	821%	6%	3%
液化气运输	20	26	16	23	22
(+/-)	28%	30%	-39%	47%	-3%
沥青运输	12	-12	-8	-2	-2
(+/-)	41%	-203%	-37%	-77%	-3%
其它	-1	14	20	24	28
(+/-)	-16%	-1253%	41%	17%	20%
减: 销售费用	19	40	36	42	49
管理费用	107	103	93	96	99
财务费用	110	90	85	255	297
加: 投资收益	5	6	-14	7	12
营业利润	443	458	12	405	393
(+/-)	13%	3%	-97%	3247%	-3%
加: 营业外收支净额	265%	23401%	4326%	-408%	-408%
利润总额	446	692	55	401	389
(+/-)	18%	55%	-92%	625%	-3%
减: 所得税	130	106	51	40	39
减: 少数股东权益	1	-10	0	4	4
归属母公司所有者的损益	314	596	4	357	347
(+/-)	21%	90%	-99%	8337%	-3%
摊薄每股盈利	0.19	0.37	0.00	0.22	0.22
(+/-)	-33%	90%	-99%	8337%	-3%

资料来源: 公司信息、中金公司研究部

图表 77：中远航运财务摘要

	2006	2007	2008	2009 E	2010 E	2011 E
损益表 (百万元)						
营业收入	3,851	5,325	6,901	3,805	4,810	6,040
(+/-)	3%	38%	30%	-45%	26%	26%
多用途船	2,317	3,172	4,100	2,036	2,585	2,888
(+/-)	2%	37%	29%	-50%	27%	12%
杂货船	679	845	1,063	451	343	-
(+/-)	-20%	24%	26%	-58%	-24%	-100%
其他船型	854	1,308	1,738	1,319	1,882	3,152
(+/-)	38%	53%	33%	-24%	43%	68%
营业毛利	1,018	1,624	2,000	311	777	1,509
(+/-)	-14%	59%	23%	-84%	150%	94%
减：管理费用	-186	-202	-275	-212	-229	-252
财务费用	-34	-45	21	26	-34	-43
营业利润	784	1,357	1,736	89	481	1,168
(+/-)	-24%	73%	28%	-95%	439%	143%
利润总额	842	1,470	1,731	157	499	1,166
(+/-)	-19%	75%	18%	-91%	217%	134%
减：所得税	249	379	268	25	74	162
少数股东权益	10	17	14	2	5	12
净利润	583	1,074	1,448	130	420	993
(+/-)	-15%	84%	35%	-91%	222%	137%
摊薄每股盈利	0.44	0.82	1.11	0.10	0.32	0.76
(+/-)	-15%	84%	35%	-91%	222%	137%
现金流量表 (百万元)						
经营活动现金流量净额	742	1,305	1,727	-5	917	1,665
投资活动现金流量净额	-225	-729	-525	-1,685	-1,339	-1,455
筹资活动现金流量净额	-251	-387	609	-62	383	-241
净现金流入 (出)	248	130	1,784	-1,752	-40	-30
资产负债表 (百万元)						
流动资产	1,289	1,457	3,189	1,292	1,296	1,319
总资产	4,188	5,004	7,125	6,688	7,611	8,479
流动负债	1,043	1,075	1,234	966	1,049	1,110
总负债	1,571	1,595	2,674	2,131	2,714	2,774
少数股东权益	54	71	85	87	92	103
净资产	2,617	3,409	4,451	4,557	4,898	5,705
负债及所有者权益	4,188	5,004	7,125	6,688	7,611	8,479
摊薄每股净资产	2.0	2.5	3.3	3.4	3.7	4.3
财务比率						
增长						
收入	3%	38%	30%	-45%	26%	26%
息税前利润	-22%	72%	22%	-96%	709%	136%
税前利润	-19%	75%	18%	-91%	217%	134%
净利润	-15%	84%	35%	-91%	222%	137%
摊薄每股盈利	-15%	84%	35%	-91%	222%	137%
利润率						
毛利率	26%	30%	29%	8%	16%	25%
息税前利润率	21%	26%	25%	2%	11%	20%
税前利润率	22%	28%	25%	4%	10%	19%
净利润率	15%	20%	21%	3%	9%	16%
资产周转比率						
总资产周转率	92%	106%	97%	57%	63%	71%
固定资产周转率	135%	152%	178%	71%	77%	85%
流动性比率						
现金比率	0.8	0.9	2.2	1.0	0.9	0.8
流动比率	1.2	1.4	2.6	1.3	1.2	1.2
杠杆比率						
净债务权益比率	-8%	-14%	-31%	8%	18%	16%
资产负债率	39%	33%	39%	33%	37%	34%
息税前利润/净财务费用	24.3X	30.9X	-81.1X	-2.5X	15.3X	28.1X
杜邦分析						
净利润率	15%	20%	21%	3%	9%	16%
资产周转率	92%	106%	97%	57%	63%	71%
资产/股东权益	1.6	1.5	1.6	1.5	1.6	1.5
净资产回报率	23%	32%	33%	3%	9%	18%

资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 78: 招商轮船财务摘要

	2006 A	2007A	2008A	2009 E	2010 E	2011 E
财务数值 (百万)						
损益表						
营业收入	2,448	2,421	3,211	1,947	3,076	3,402
(+/-)	-7.6%	-1.1%	32.6%	-39.4%	58.0%	10.6%
油轮运输收入	1,723	1,458	1,882	1,335	2,322	2,587
(+/-)	-1.5%	-15.4%	29.1%	-29.1%	73.9%	11.4%
散货船运输收入	667	919	1,301	583	725	784
(+/-)	-25.6%	37.7%	41.6%	-55.2%	24.3%	8.2%
营业毛利	1,115	1,065	1,706	555	892	837
(+/-)	-22.1%	-4.5%	60.2%	-67.4%	60.6%	-6.2%
油轮运输收入	778	529	858	296	560	526
主营业务利润率	45%	36%	46%	22%	24%	20%
(+/-)	-9%	-32%	62%	-65%	89%	-6%
散货船运输收入	331	530	847	270	342	280
主营业务利润率	50%	58%	65%	46%	47%	36%
(+/-)	-39%	60%	60%	-68%	27%	-18%
管理费用	-80	-81	-75	-77	-79	-82
财务费用	-50	-26	-39	-31	-76	-77
投资收益	-10	-14	-37	25	80	100
所得税	-76	-52	-153	-56	-91	-76
少数股东权益	-23	-33	-49	-18	-29	-24
净利润	883	848	1,233	449	737	610
(+/-)	-34%	-4%	45%	-64%	64%	-17%
每股盈利 (元)	0.26	0.25	0.36	0.13	0.21	0.18
(+/-)	-34%	-4%	45%	-64%	64%	-17%
现金流量表						
经营活动现金流	1,392	1,222	2,054	771	1,136	976
投资活动现金流	-652	-3602	-1584	-1520	-1920	-600
融资活动现金流	2954	1763	472	-706	474	-811
资产负债表						
流动资产合计	4,941	4,489	5,256	3,759	3,550	3,146
货币资金	4,777	4,119	4,926	3,471	3,161	2,726
其他	164	370	330	288	389	419
固定资产合计	5,349	8,034	8,654	9,865	11,459	11,700
总资产	10,641	13,037	14,347	14,060	15,445	15,281
银行借款	1,595	3,472	4,189	3,758	4,346	3,677
长期负债	971	774	2,185	3,474	3,804	2,942
少数股东权益	132	111	151	169	198	222
股东权益合计	8,431	8,759	9,430	9,635	10,333	10,879
财务比率						
盈利性比率						
毛利率	46%	44%	53%	29%	29%	25%
EBITDA利润率	60%	59%	10%	49%	46%	35%
净利润率	36%	35%	38%	23%	24%	18%
资产周转比率						
总资产周转率	8%	7%	9%	3%	5%	4%
固定资产周转率	46%	30%	37%	20%	27%	29%
流动性比率						
现金比率	4.3	1.2	1.9	4.4	2.8	2.2
流动比率	4.5	1.3	2.0	4.8	3.2	2.5
杠杆比率						
净债务/股东权益	-38%	-7%	-8%	130%	230%	330%
息税前利润/净财务费用	20.6	35.8	34.8	16.1	11.8	9.7
杜邦分析						
净利润率	36%	35%	38%	23%	24%	18%
资产周转率	23%	19%	22%	14%	20%	22%
资产/股东权益	1.3	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4
净资产回报率	10%	10%	13%	5%	7%	6%

资料来源: 公司信息、中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸写字楼2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。