



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

公司动态
证券研究报告

2011年1月14日

航运业

研究部

杨鑫, CFA

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080208020077

yangxin@cicc.com.cn

聂迪中

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080210060007

niedz@cicc.com.cn

上调至审慎推荐

中国远洋 (601919.CH)

集团整体上市和BDI触底带来介入机会

主要财务信息

(人民币百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	55,735	75,933	78,783	85,190
(+/-%)	-51.9	36.2	3.8	8.1
营业成本	57,760	60,977	64,769	69,559
(+/-%)	-33.8	5.6	6.2	7.4
营业利润	(5,663)	8,479	7,565	9,005
(+/-%)	-129.0	-249.7	-10.8	19.0
净利润	(7,541)	6,137	5,936	6,929
(+/-%)	-169.9	-181.4	-3.3	16.7
每股盈利(元)	(0.74)	0.60	0.58	0.68
(+/-%)	-169.9	-181.4	-3.3	16.7
A股市盈率	-13.4	16.4	17.0	14.6
H股市盈率	-11.1	13.2	13.0	11.1
A股市净率	2.4	2.1	1.9	1.7
H股市净率	2.0	1.7	1.4	1.3
净资产收益率(%)	-17.6	12.5	10.9	11.5
股息收益率(%)	0.0	0.0	0.0	10.1

股票信息

H股	A股
1919.HK	股票代码 601919.CH
HK\$9.19	当前股价 CNY 9.88
12.00	目标价 n.a
43	日成交量(百万股) 69
HK\$11.08/7.39	52周最高/最低 Rmb15.22/8.19
23,719	总市值(百万港币/人民币) 75,436
	总股本(百万股) 10,216
2,581	流通股本(百万股) 2,163
	主要股东(%) 中远集团(52.01%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	2010 YTD
[601919.CH]	+2.87	-0.82	-0.41	-30.43
[上证指数]	+1.09	-0.36	+6.84	-13.53
[中金A股航运指数]	+4.91	+1.07	+0.11	+16.91

最近估值走势



资料来源:彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

公司近况:

干散货运价(BDI)受澳洲洪水等因素影响目前为1450点,已经接近底部,春节前后有望逐步反弹。集运未来几年将周期向上。另外,我们认为央企整体上市的大背景下,中国远洋既定的整体上市计划有望加速推进。

评论:

BDI有望反弹: 虽然由于运力过剩我们不看好其长期走势,但是近期BDI有超跌迹象,主要是由于澳洲洪水造成的煤炭海运量下降。我们认为这一影响将很快结束,而历史上来看春节前后随着钢厂补库存前的订租活动增多,BDI则通常可以走出反弹趋势。

整体上市进程有望加快: 国资委新任主任王勇在12月23日召开的央企负责人会议上,鼓励央企进行不留存续资产的整体上市。远洋集团将中国远洋定位为“资本中远”的唯一平台,我们认为未来有望积极推进整体上市。

可能注入资产规模庞大: 可能注入资产包括油轮船队、三家上市公司股权、造船业务和燃料供应业务。我们初步测算2011年盈利可能达到40亿,资产规模约为400亿,分别相当于上市公司2011年预测净利润和净资产的70%和73%。

每股盈利增厚幅度可以达到20-45%: 由于可注入资产盈利和收购结构不确定,而中国远洋目前账上有470亿现金,我们按照全部增发和40%通过增发来收购,测算2011年每股盈利将达到0.69-0.84元。

收购在周期低点,将平滑周期,且未来上升空间巨大: 2011年油轮和干散货业务都处于周期低点,而集运、造船、船舶服务等业务未来两年盈利确定性强,且特种船队也在扩张初期。向后看,待干散货和油轮步入上升周期,而特种船扩张完成的话,整合后的中国远洋市值将得到大幅提升。

估值与建议:

目前中国远洋A股2011年市盈率和市净率分别为17x和1.9x, H股市盈率和市净率分别为13x和1.4x,由于2011年是周期相对底部估值,考虑可能的资本运作,建议投资者可介入,评级上调至“审慎推荐”。风险:资产注入方案低于预期。

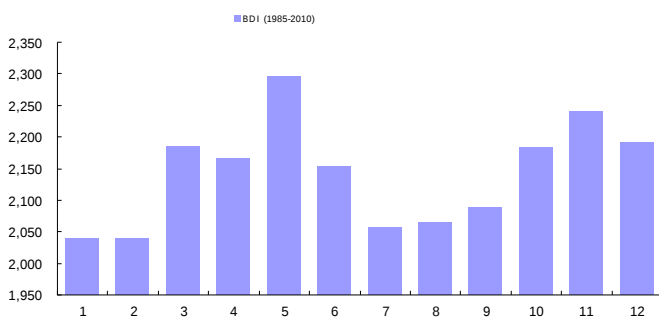
BDI 接近阶段底部，近期将现反弹，集运周期将向上

从 BDI 走势来看，虽然由于运力过剩我们不看好其未来两年走势，但是近期 BDI 有超跌迹象，主要是由于澳洲洪水造成的煤炭海运量下降。我们认为这一影响只是短期现象。

而历史上来看春节前后随着钢厂补库存前的订租活动增多，BDI 则通常可以走出反弹趋势。而近期的中国钢材价格上调，也有助于 BDI 的反弹。

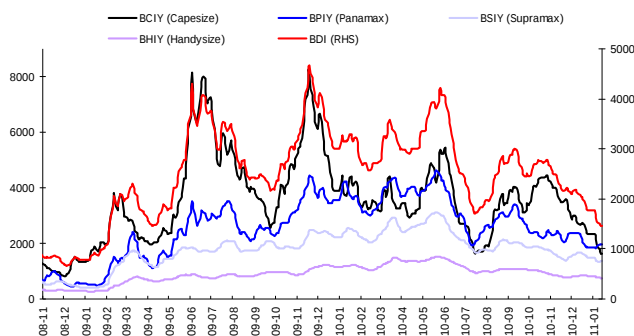
我们看好集装箱运输行业的长期走势，而 2011 年集运业务将贡献中国远洋一半以上的每股收益，对其影响也将大于干散货。

图表 1: BDI 历史上的季节性



资料来源: Clarkson、中金公司研究部

图表 2: BDI 近期走势



资料来源: Clarkson、中金公司研究部

中国远洋是集团认定的唯一资本平台，可能作为集团整体上市的平台

从央企整体上市来看，国资委新任主任王勇在 12 月 23 日召开的央企负责人会议上，鼓励央企进行不留存续资产的整体上市，主业资产已经整体上市的，通过多种途径实施集团层面整体上市。

董事长魏家福在 09 年的年报中已经提出：远洋集团将中国远洋作为打造资本中远的唯一平台，中国远洋将继续按照“整体规划，分步实施”的原则，积极推进整体战略的实施。

目前尚未进入中国远洋 (601919.CH/1919.HK) 的资产包括：中远航运 (600428.CH)、中远国际控股 (COS.SI)、中远投资新加坡 (517.HK) 三家上市公司的控股权，以及未上市的大连远洋、厦门远洋、燃料供应业务、造船业务等。

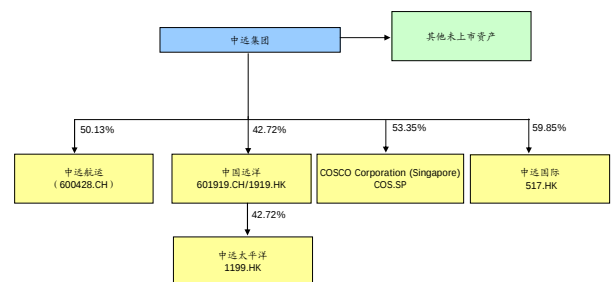
我们认为最近以来远洋集团的一系列动作已经在为整合旗下业务做期初铺垫：1) 2010 年 12 月底中远国际 (517.HK) 出售完毕远洋地产 9.5 亿股，完全退出地产业务。2) 2010 年 5 月中远航运的大股东从广州远洋变更为远洋集团。

图表 3: 未注入中国远洋的集团资产的利润规模

百万元 (2009年)	归属母公司净利润
中国远洋	-3,921
远洋地产	434
可供注入的资产	4,599
远洋集团	1,111

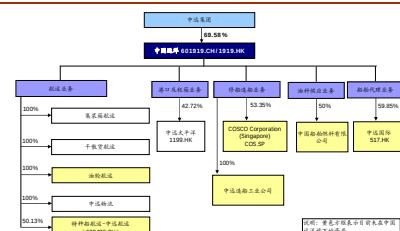
资料来源: 公司信息、中国远洋中期票据发行募集书、中金公司研究部

图表 4: 目前远洋集团的业务架构



资料来源: 公司信息、中金公司研究部

图表 5: 整体上市后远洋集团可能的业务架构



资料来源: 公司信息、中金公司研究部

潜在注入资产规模庞大

目前可能注入的资产包括以下几个部分：

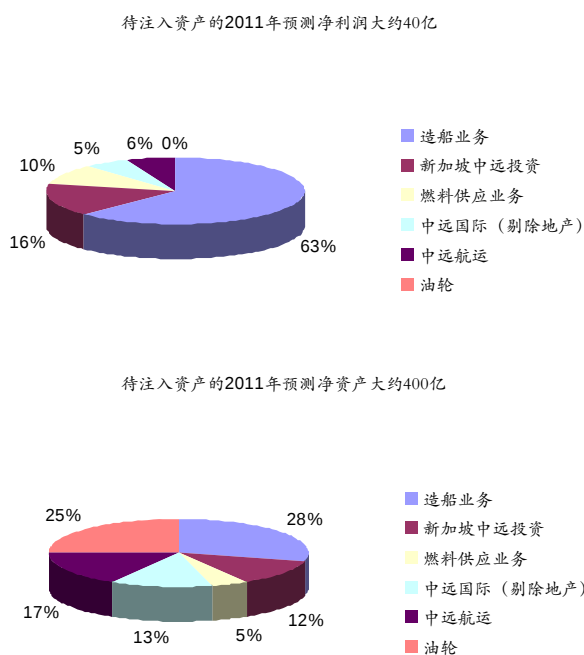
首先，2009 年远洋集团净利润为 11.1 亿元（根据 2010 年中国远洋中期票据发行募集说明书），而中国远洋 2009 年的亏损是 39 亿元。因此我们剔除掉地产业务，可以测算出远洋集团内部未进入中国远洋的资产 2009 年的净利润为 46 亿。

由于集团 2009 年净利润里面没有细分，我们将可注入资产进行细分测算，认为 2011 年可注入资产（包括油轮、造船、燃油供应和三家上市公司股权）盈利预计可以达到 40 亿，净资产为 400 亿左右，相当于我们目前预测中国远洋 2011 年净利润 59 亿和净资产 545 亿的 70% 和 73%。

待注入资产的净利润总额我们预测 2011 年大约为 40 亿元，其中造船、新加坡中远投资、燃料供应、中远国际、中远航运、油轮的净利润贡献约分别为 25、6、4、2、3 和 0 亿人民币。

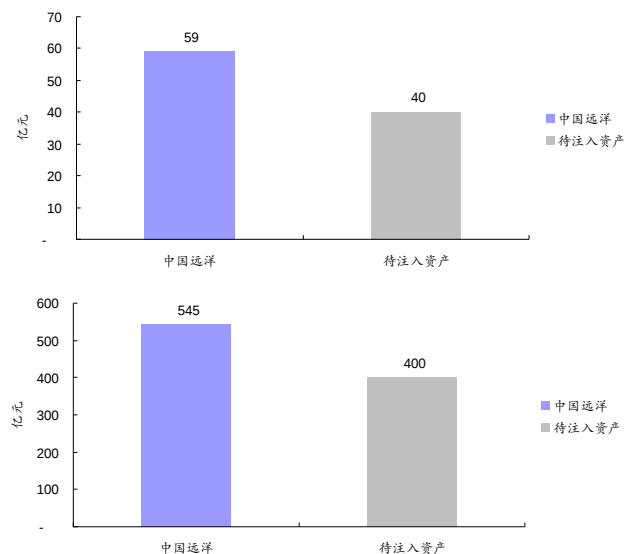
待注入资产的净资产总额我们预测 2011 年大约为 400 亿元，其中造船、新加坡中远投资、燃料供应、中远国际、中远航运、油轮的净资产贡献约分别为 115、50、18、50、67 和 120 亿人民币。

图表 6：可能注入资产的净利润和净资产分布估计



资料来源：公司信息、Clarkson、中国远洋中期票据发行募集书、中金公司研究部

图表 7：可能注入资产规模约相当于中国远洋目前资产的七成



资料来源：公司信息、Clarkson、中国远洋中期票据发行募集书、中金公司研究部

► **未上市的造船业务：**远洋集团全资子公司中远造船工业公司，其参股 50% 的南通中远川崎船舶工程有限公司，100% 控股大连中远造船工业有限公司，09-2010 年的权益造船完工量大约是 136 万载重吨和 295 万载重吨。按照订单预测，中远造船 2011-2012 年的造船完工量可以达到 250 和 210 万载重吨。我们参考可比公司的利润和净资产收益率估计，2011 年中远造船的净利润和净资产大约是 25 亿和 115 亿元。

► **新加坡中远投资 (COS.SI) 股权：**该公司主营散杂货航运、修船、造船、海洋工程业务。按照 Bloomberg 的市场一致预期，公司 2011 年的净利润为 12 亿人民币，净资产约 72 亿人民币，大股东是远洋集团 (53%)。若中国远洋按 1.5 倍市净率收购远洋集团股权，其应占新加坡中远投资的净利润和净资产分别约 6 亿和 50 亿。

► **燃料供应业务：**远洋集团拥有中国船舶燃料公司 50% 的股权，中石油则控股另外 50%。根据中石油年报披露，09 年中燃公司净利润大约 3.6 亿元，净资产 30 亿。由于油价比 09 年有明显提高，目前我们预计 2011 年其利润可以达到 8-9 亿。若中国远洋收购远洋集团股权，其应占燃料公司的利润和净资产分别约 4 亿和 18 亿。

► **中远国际 (517.HK) 股权：**该公司主营船舶贸易代理、船舶保险顾问、船舶备件配套、一般贸易、涂料生产等业务。公司已经处置完毕之前拥有的远洋地产 16.85% 的股权。按照 Bloomberg 的市场一致预期，公司 2011 年的净利润为 3.6 亿人民币。目前公

司市值 86 亿人民币,但在处置地产业务后的净现金将超过 80 亿元,其大股东是远洋集团 (60%)。若中国远洋按市值收购远洋集团股权,其应占 517.HK 的利润和净资产分别约 2 亿和 50 亿。

- **中远航运 (600428.CH) 股权:** 该公司目前主要经营多用途船、重吊船、半潜船等特种船队,目前公司已经订购多艘重吊能力更强的特种船,主要承运大件设备货和钻井平台,具有较强的成长性。公司 09-2010 年的净利润为 1.4 和 3.5 亿元,我们预计其 2011-2012 年净利润可以达到 4.9 和 8.3 亿元。待船队规模稳定和周期高点到来时,公司的盈利将超过 20 亿元。目前公司大股东是远洋集团 (50%),目前市值 134 亿。若中国远洋按市值收购远洋集团股权,其应占中远航运的利润和净资产分别约 2.5 亿和 67 亿。

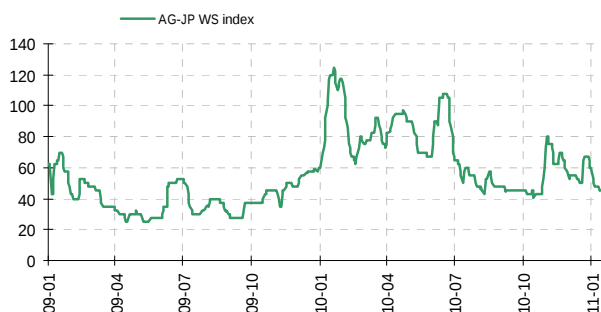
- **大连远洋油轮业务:** 集团的油轮业务主要通过大连远洋来经营,目前大连远洋控制有 717 万载重吨的油轮船队,包括 18 艘 VLCC。按照目前的运价,我们判断公司 09-2010 年应该处于小幅亏损状态,可能亏损 3-5 亿元。不过由于目前油轮处于周期底部,目前收购对价处于低位,一旦 2013 年周期上行,船队的盈利和重置价值都将得到提升。若按照船舶价值收购,我们预计 2011 年油轮业务的利润为 0,重置价值为 100 亿。

图表 8: 大连远洋油轮船队重置价值估算

船型	艘	总载重吨 (千)	单船载重吨	平均船龄 (年)	可比船价 (百万美元)	船舶价值 (百万美元)	负债比率	重置价值 (百万美元)
LPG	6	19	3,171	23.0	3	18	0%	119
成品油轮	3	131	43,700	16.0	12	33	0%	218
巴拿马	12	835	69,607	9.5	23	276	0%	1,824
阿夫拉	3	329	109,830	0.5	56	168	50%	555
苏伊士	3	478	159,280	7.0	50	150	30%	694
VLCC	18	5,378	298,756	5.0	85	1,530	30%	7,078
合计	45	7,170	159,341	14.5		2,175		10,488

资料来源:公司信息, Clarkson, 中金公司研究部

图表 9: VLCC 中东到远东的租金水平



资料来源:Clarkson, 中金公司研究部

图表 10: 中远造船工业公司的情况摘要

	2009	2010	2011E	2012E
权益造船完工量 (千载重吨)				
中远造船工业公司	837	1,952	2,527	2,140
大连	201	949	1,316	1,309
南通 (50%)	1,271	2,007	2,422	1,662

资料来源:Bloomberg, Clarkson, 中金公司研究部

中国远洋账上有 470 亿现金可用, 预计整体上市将大幅增厚每股盈利

目前可注入资产的财务状况和收购结构尚不确定,但截至 2010 年三季度中国远洋账上尚有 470 亿现金,而未来资本开支为 200 亿左右,我们进行情景分析如下:

- **若上述资产全部通过增发来收购 (包括向大股东增发和二级市场融资):** 假设增发价格为 9.5 元,则中国远洋的盈利将从 59 亿提升到 99 亿,但是需要增发 42 亿股,每股收益将从原来预测的 0.58 提升为 0.69 元,提升 19%。
- **通过“现金+增发”方式收购:** (图表 11) 截至 2010 年三季度末,中国远洋持有 470 亿元的现金,扣除短期借款还剩余 450 亿元。考虑到未来资本开支我们假设公司用 250 亿来现金收购,150 亿靠定向增发,则每股盈利将从之前预测的 0.58 提升为 0.84 元,提升幅度为 45%。

图表 11: 业务整合前后的每股收益分析

百万美元	全部增发收购			
	整合前	可注入资产	整合后	提升幅度
净利润	5,936	4,000	9,936	67%
净资产	54,500	40,000	94,500	73%
股份数	10,216	4,211	14,427	41%
每股收益 (元)	0.58		0.69	19%
增发对价	40,000			
增发价格	9.5			

百万美元	150 亿依靠增发, 250 亿通过现金			
	整合前	可注入资产	整合后	提升幅度
净利润	5,936	4,000	9,936	67%
净资产	54,500	40,000	94,500	73%
股份数	10,216	1,579	11,795	15%
每股收益 (元)	0.58		0.84	45%
增发对价	15,000			
增发价格	9.5			

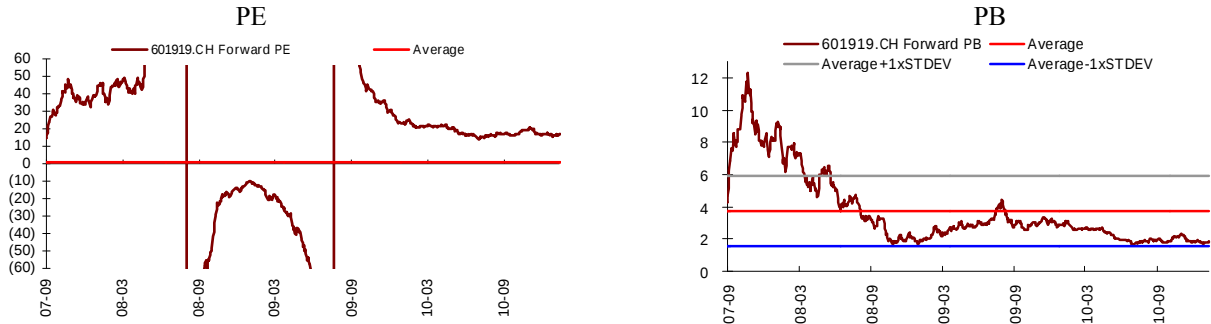
资料来源:公司信息, 中金公司研究部

资产收购在周期低点, 未来盈利上升空间巨大

2011 年油轮和干散货业务都处于周期低点,而集运、造船、船舶服务等业务未来两年盈利确定性较强,且特种船队也在扩张初期。向后看,待干散货和油轮步入上升周期,而特种船扩张完成的话,整合后的中国远洋市值将得到大幅提升。

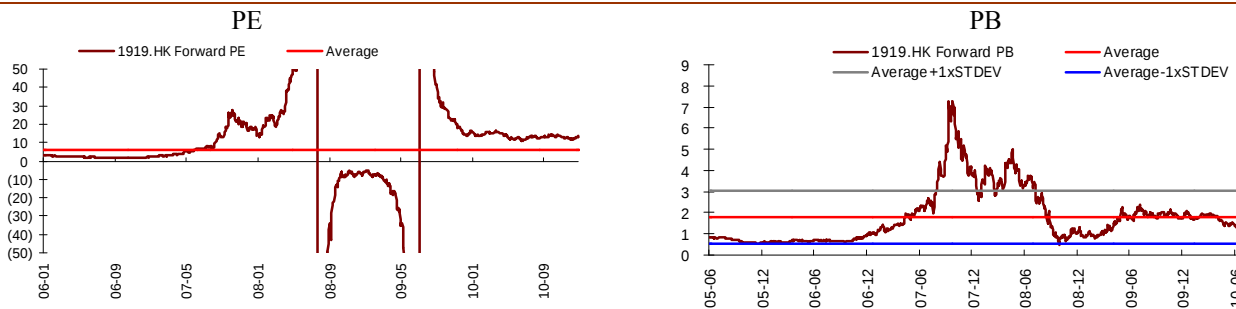
目前中国远洋 A 股 2011 年市盈率和市净率分别为 17x 和 1.9x, H 股市盈率和市净率分别为 13x 和 1.4x, 由于 2011 年是周期相对底部估值, 考虑可能的资本运作, 建议投资者可介入, 评级上调至“审慎推荐”。

图表 12: A 股 PE/PB Band



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

图表 13: H 股 PE/PB Band



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

图表 14: 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 (%)			
				2008	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
中海集运*	601866 CH Equity	推荐	4.74	0.01	(0.56)	0.33	0.38	0.40	(8.5)	14.5	12.5	11.8	2.2	1.9	1.7	1.5	(25.7)	13.2	13.2	12.3
招商轮船*	601872 CH Equity	中性	4.28	0.36	0.10	0.20	0.17	0.17	42.8	21.0	25.7	25.7	1.6	1.5	1.4	1.4	3.6	6.9	5.4	5.4
中海发展	600026 CH Equity	推荐	9.80	1.58	0.31	0.57	0.70	1.03	31.3	17.1	14.1	9.5	1.6	1.5	1.3	1.2	5.0	8.5	9.5	12.6
长航油运*	600087 CH Equity	中性	5.36	0.37	0.00	0.08	0.09	0.20	2,037.5	67.2	62.3	26.6	2.0	1.9	1.9	1.7	0.1	2.9	3.0	6.5
中国远洋*	601919 CH Equity	审慎推荐	9.88	1.06	(0.74)	0.60	0.58	0.68	(13.4)	16.4	17.0	14.6	2.4	2.1	1.9	1.7	(17.6)	12.5	10.9	11.5
宁波海运	600798 CH Equity	n.a	4.47	0.03	0.03	n.a	n.a	n.a	131.1	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
中海海盛	600896 CH Equity	n.a	6.56	0.03	0.03	n.a	n.a	n.a	218.7	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
长航凤凰	000520 CH Equity	n.a	5.09	(0.6)	(0.6)	0.05	n.a	n.a	(8.4)	101.8	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
平均值									278.6	38.6	25.4	16.8	2.0	1.9	1.7	1.6	(5.2)	8.5	8.7	10.5
中值									42.8	21.0	19.0	13.5	2.1	1.9	1.8	1.6	1.6	7.9	9.8	11.9

资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

图表 15: H 股航运公司估值表

港股航运公司	公司股票代码	评级	股价 (港币)	报表货币	每股收益				市盈率				市净率				净资产收益率			
					2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
中海集运	1138 HK Equity	Buy	10.46	Rmb	0.31	0.57	0.69	1.03	29.4	15.7	12.3	8.4	1.5	1.3	1.2	1.1	5.0	8.5	9.6	12.9
中国远洋	1919 HK Equity	Hold	9.19	Rmb	(0.73)	0.60	0.58	0.68	(11.1)	13.2	13.0	11.1	2.0	1.7	1.4	1.3	(17.8)	12.8	11.0	11.4
中海集运	2866 HK Equity	Buy	3.84	Rmb	(0.56)	0.33	0.38	0.40	(6.1)	10.1	8.3	7.9	1.6	1.4	1.1	1.0	(25.7)	13.2	13.2	12.3
海丰国际	1308 HK Equity	Buy	5.25	USD	0.01	0.04	0.06	0.07	54.7	15.3	11.5	9.1	17.9	3.0	2.5	2.1	32.8	19.7	21.9	22.9
平均值					(0.2)	0.4	0.4	0.5	16.8	13.6	11.3	9.1	5.7	1.8	1.6	1.4	(1.4)	13.5	13.9	14.9
中值					(0.3)	0.4	0.5	0.5	11.7	14.2	11.9	8.7	1.8	1.5	1.3	1.2	(6.4)	13.0	12.1	12.6

资料来源: 资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

图表 16: 可比干散货公司估值表

国际可比干散货公司	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 (%)			
				2008	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
DIANA SHIPPING	DSX US Equity	n.a	12.39	2.97	1.55	1.59	1.51	1.23	8.0	7.8	8.2	2.4	0.9	0.9	0.8	0.2	13.7	11.8	10.0	7.1
EAGLE BULK SHIPP	EGLE US Equity	n.a	5.03	1.32	0.60	0.46	0.34	0.29	8.4	10.9	15.0	4.6	0.5	0.5	0.5	0.1	6.1	4.6	2.8	5.0
GENCO SHIPPING	GNK US Equity	n.a	14.34	2.86	4.75	4.23	2.65	1.53	3.0	3.4	5.4	1.9	0.5	0.4	0.4	0.1	18.3	13.4	7.7	3.2
DRYSHIPS INC	DRYS US Equity	n.a	5.50	(8.11)	(0.19)	0.94	1.12	1.21	(28.9)	5.9	4.9	(7)	0.5	0.5	0.6	(0.8)	(1.6)	5.7	10.0	11.1
EXCEL MARITIME	EXM US Equity	n.a	5.63	(1.23)	5.03	0.46	0.45	0.16	1.1	n.a	12.6	(8)	0.3	0.3	0.3	(0.1)	27.0	9.3	3.0	(0.0)
KAWASAKI KISEN	9107 JP Equity	n.a	377.00	50.89	(106.24)	45.27	43.47	54.17	(3.5)	n.a	8.7	0.9	n.a	0.9	0.8	0.1	(21.4)	11.0	10.1	11.2
PRECIOUS SHIPPIN	PSL TB Equity	n.a	18.30	2.93	2.93	1.07	1.75	2.56	6.2	17.2	10.5	1.1	1.1	1.1	1.1	0.2	18.3	6.8	10.4	12.9
PACIFIC BASIN	2343 HK Equity	n.a	0.68	0.24	0.06	0.06	0.06	0.08	11.4	11.5	10.8	3.0	0.9	0.8	0.8	0.3	8.2	7.7	7.9	10.0
SINOTRANS SHIPPI	368 HK equity	n.a	0.39	0.09	0.03	0.03	0.03	0.04	14.5	12.6	11.5	2.1	0.8	0.7	0.7	0.1	5.3	6.1	6.5	7.0
平均值									2.2	9.9	9.7	0.2	0.7	0.7	0.7	0.0	8.2	8.5	7.6	7.5
中值									6.2	10.9	10.5	1.9	0.6	0.7	0.7	0.1	8.2	7.7	7.9	7.1

资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

图表 17: 可比集运公司估值表

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			
				2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
CSCL*	CNY	2866 HK equity	3.84	(0.56)	0.33	0.38	0.40	(6.1)	10.1	8.3	7.9	1.6	1.4	1.1	1.0	(25.7)	13.2	13.2	12.3
OOCL	USD	316 HK equity	10.96	(0.64)	1.84	0.90	1.07	(17.1)	5.9	12.2	10.3	1.3	1.3	1.2	1.1	(9.7)	25.6	10.1	10.6
Yang Ming	TWD	2609 TT equity	30.60	(6.18)	4.45	3.20	3.37	(5.0)	6.9	9.6	9.1	2.5	1.8	1.6	1.5	(40.2)	30.3	14.9	12.9
Evergreen	TWD	2603 TT equity	31.20	(3.22)	3.98	3.20	3.63	(9.7)	7.8	9.8	8.6	1.8	1.4	1.3	1.2	(16.7)	19.0	12.1	10.6
Wan Hai	TWD	2615 TT equity	24.90	(0.77)	2.65	2.52	3.13	(32.3)	9.4	9.9	8.0	2.0	1.8	1.6	1.5	(6.1)	19.2	15.2	14.2
MISC Berhad	MYR	MISC MK Equity	8.42	0.18	0.39	0.47	0.51	47.6	21.4	18.0	16.5	1.7	1.5	1.5	1.5	3.1	7.3	8.7	9.3
RCL	THB	RCL TB Equity	15.10	(5.71)	0.20	1.11	2.39	(2.6)	76.3	13.6	6.3	1.0	0.8	0.8	0.8	(27.8)	2.3	7.7	11.4
NOL	USD	NOL SP Equity	1.53	(0.36)	0.14	0.15	0.19	(4.2)	10.6	10.3	7.9	1.3	1.3	1.1	1.0	(28.2)	11.6	10.9	12.7
SITC	USD	1308 HK equity	5.25	0.01	0.04	0.06	0.07	54.7	15.3	11.5	9.1	17.9	3.0	2.5	2.1	32.8	19.7	21.9	22.9
平均值								(3.7)	18.6	11.5	9.3	1.6	1.4	1.3	1.2	(18.9)	16.1	11.6	11.8
中值								(5.5)	9.7	10.1	8.3	1.6	1.4	1.3	1.2	(21.2)	16.1	11.5	11.9

资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

图表 18: 财务简表

	2009	2010E	2011E	2012E
损益表 (百万元)				
营业收入	55,735	75,933	78,783	85,190
(+/-)	-52%	36%	4%	8%
干散货运输	27,379	29,215	28,539	32,866
(+/-)	-62%	7%	-2%	15%
集装箱航运及相关业务	23,839	41,833	44,957	46,806
(+/-)	-40%	75%	7%	4%
集装箱码头及相关业务	868	955	1,050	1,103
(+/-)	34%	10%	10%	5%
集装箱租赁	1,589	1,636	1,685	1,736
(+/-)	-14%	3%	3%	3%
物流业务	3,418	3,760	4,136	4,343
(+/-)	18%	10%	10%	5%
营业毛利	-2,548	14,243	13,275	14,833
(+/-)	-109%	-659%	-7%	12%
毛利率	-5%	19%	17%	17%
干散货运输	1,287	5,894	5,306	7,941
(+/-)	-94%	358%	-10%	50%
集装箱航运及相关业务	-5,750	6,111	5,520	4,360
(+/-)	-297%	-206%	-10%	-21%
集装箱码头及相关业务	274	515	567	595
(+/-)	-14%	88%	10%	5%
集装箱租赁	796	820	844	870
(+/-)	-20%	3%	3%	3%
物流业务	1,698	1,615	1,777	1,866
(+/-)	31%	-5%	10%	5%
减：管理费用	4,577	5,004	5,404	5,836
财务费用	664	1,814	1,745	1,614
加：投资收益	-1,251	1,200	1,600	1,800
营业利润	-5,663	8,479	7,565	9,005
(+/-)	-129%	-250%	-11%	19%
加：营业外收支	-650	-236	925	764
利润总额	-6,313	8,242	8,490	9,768
(+/-)	-143%	-231%	3%	15%
减：所得税	424	1,236	1,613	1,856
净利润	-7,541	6,137	5,936	6,929
(+/-)	-170%	-181%	-3%	17%
净利润率	-14%	8%	8%	8%
扣除非经常性损益后的净利润	-11,785	5,523	5,161	6,316
(+/-)	-175%	-147%	-7%	22%
少数股东权益	804	869	941	983
摊薄每股盈利	-0.74	0.60	0.58	0.68
(+/-)	-170%	-181%	-3%	17%
摊薄每股净资产	4.19	4.79	5.34	5.89
(+/-)	-18%	14%	11%	10%
现金流量表 (百万元)				
经营活动现金流量净额	-5,879	4,295	8,359	8,930
投资活动现金流量净额	-11,094	-8,876	-4,077	-3,876
筹资活动现金流量净额	29,185	-5,359	-7,018	-7,188
净现金流入(出)	12,271	-9,940	-2,736	-2,134
财务比率				
增长				
收入	-52%	36%	4%	8%
营业利润	-129%	-306%	-10%	14%
税前利润	-143%	-231%	3%	15%
净利润	-170%	-181%	-3%	17%
摊薄每股盈利	-170%	-181%	-3%	17%
利润率				
毛利率	-5%	19%	17%	17%
营业利润率	-10%	14%	12%	12%
税前利润率	-11%	11%	11%	11%
净利润率	-14%	8%	8%	8%
杠杆比率				
净债务权益比率	37%	46%	37%	30%
资产负债率	61%	56%	52%	49%
息税前利润/净财务费用	9.5X	-3.7X	-3.3X	-4.6X
杜邦分析				
净利润率	-14%	8%	8%	8%
资产周转率	40%	55%	56%	60%
资产/股东权益	3.2	2.8	2.6	2.4
净资产回报率	-18%	13%	11%	12%

资料来源：公司信息，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司为中国远洋提供过投资银行服务。

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: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

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: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

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: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



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