



2009年3月6日

航运业

中金公司研究部

分析员: 杨鑫, CFA yangxin@cicc.com.cn

联系人: 聂迪中 niedz@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

## 关注业绩与运价

### 08年业绩预览、一季度业绩预测和上半年策略

#### 投资要点:

- 由于干散货、油轮和集装箱三个子行业 09 年均处于下行周期, 我们维持 09 年策略报告中的观点, 给予航运股 09 年整体“跑输大盘”的评级。因此, 具体的投资需要的是判断时点, 把握业绩和运价波动中的可能跑赢大盘的交易性机会。我们从两个角度关注航运业上半年的投资机会: 第一, 行业层面上半年预计的运价波动情况。第二, 公司层面, 作出 08 年业绩预览, 以及 09 年一季度的业绩预测。
- 从行业层面来看, 我们认为干散货市场上半年波动将较大, 近期反弹不具持续性, 下一波反弹或与铁矿石谈判结束相关, 整体而言, 全年运价预计将前高后低; 油轮市场预计上半年将持续低迷, 下半年或伴随着需求回暖和单壳船拆解带来一些转机; 集运市场目前已经处于低谷, 船东已经连续三个季度亏损, 不过何时回暖尚取决于欧美经济走势, 我们认为下半年可以进行关注。因此, 整体而言, 建议投资者上半年关注干散货相关股票的交易性机会, 下半年关注油运和集运相关股票。
- 从 08 年业绩来看, 中远航运、长航油运和招商轮船均已报过业绩快报, 符合预期。其余公司中, 中海发展业绩预计与我们和市场预期一致, 中国远洋和中海集运业绩预计将低于市场预期: 对于中国远洋, 我们目前 08 年盈利预测约为 120 亿, 公司前三季度盈利为 197 亿, 也就是说我们预计四季度亏损约为 77 亿, 除去 FFA 的亏损 30 亿, 我们目前预计的经营性亏损为 47 亿, 而市场预测公司 08 年业绩为 160-190 亿; 对于中海集运, 考虑到四季度市场运价的表现, 我们预计四季度亏损高于三季度, 因此全年业绩只实现微利 5000 万元左右, 低于市场预期。
- 从 09 年一季报预测来看, 中海发展在电煤合同价格确定后, 其 50% 的收入将得以确定, 业绩稳定性将体现出来, 预计一季度业绩将符合或者超出市场预期; 而中国远洋、中远航运和中海集运预计将低于市场预期: 其中中国远洋预计将实现微利, 中海集运预计亏损额多于四季度, 而中远航运由于资源型国家需求下滑导致公司机械设备货也面临风险, 业绩防御性降低; 长航油运和招商轮船一季度业绩预计将符合预期。
- 对于 A 股而言, 目前整体估值都比较高。从市净率来看, 除中海集运外均高于 1.5 倍。不过中海发展在其中估值最低, 09 年市盈率为 11.9 倍, 远低于其他公司估值, 进一步考虑到其业绩的稳定性, 我们维持中海发展“审慎推荐”评级。由于中远航运目前估值过高, 09 年市盈率为 16 倍, 市净率为 2.5 倍, 且存在业绩风险, 从“审慎推荐”下调评级至“中性”。对于中国远洋, 考虑估值和业绩风险, 以及对近期 BDI 的看法, 未来一两个月来看, 股价存在向下压力。对于油轮公司, 长航油运和招商轮船, 目前估值不具备吸引力, 而我们对于上半年油轮运价也不看好, 因此可能的投资机会预计也是在下半年。中海集运 A 股估值为 09 年 1.3 倍市净率, 明显高于 H 股和国际可比公司, 估值过高。
- 对于 H 股而言, 我们仍然推荐中海发展, 原因在于其业绩稳定性将带来估值提升, 正如 08 年上半年在其运价谈判结束之后中海发展表现一直优于大盘, 即使期间 BDI 有很多上下波动。而且从目前估值来看, 中海发展与中国远洋估值相当, 均为 0.8 倍 09 年市净率, 但是其业绩和稳定性远高于后者 (目前国际可比干散货公司估值为 0.5 倍 09 年市净率)。另外, 中海发展在年报中通常都会派发现金股息, 若以 08 年 15% 的付息率来看, 每股预计为 0.24 元, 则对应目前 H 股股价的股息收益率为 4.3%。就中海集运而言, 虽然目前 H 股估值只有 0.4 倍 09 年市净率, 但是业绩低于预期, 尤其是若 09 年一二季度出现连续的季度亏损, 将对估值和股价带来进一步压力, 建议投资者可以考虑卖出。

## 目录

|                                            |           |
|--------------------------------------------|-----------|
| <b>航运市场回顾和走势判断 .....</b>                   | <b>5</b>  |
| 干散货市场：运价前高后低，全年维持低位 .....                  | 5         |
| 油轮市场：全年运价明显低于去年，或现前低后高走势 .....             | 6         |
| 集运市场：行业继续维持低位 .....                        | 7         |
| <b>航运板块 08 年业绩预览、一季度业绩预测和上半年投资策略 .....</b> | <b>9</b>  |
| 09 年以来股价表现 .....                           | 9         |
| 08 年业绩预览 .....                             | 10        |
| 09 年一季度业绩预测 .....                          | 11        |
| 航运股上半年投资策略 .....                           | 13        |
| <b>中海发展 (600026/10.35 元)：审慎推荐 .....</b>    | <b>18</b> |
| 业绩确定性强于其他航运公司，估值有吸引力 .....                 | 18        |
| <b>中国远洋 (601919/10.52 元)：中性 .....</b>      | <b>22</b> |
| 08 年和 09 年一季度业绩将低于市场预期，下调 09 年租船亏损额 .....  | 22        |
| <b>中海集运 (601866/3.36 元)：中性 .....</b>       | <b>28</b> |
| 集运运价跌至历史最低水平，业绩风险较大，下调盈利预测 .....           | 28        |
| <b>中远航运(600428/8.31 元)：下调评级至“中性” .....</b> | <b>33</b> |
| 防御性降低，业绩风险提高，估值过高 .....                    | 33        |
| <b>长航油运(600087/5.60 元)：中性 .....</b>        | <b>38</b> |
| 油轮市场明显差于 08 年，上半年非最佳投资机会 .....             | 38        |
| <b>招商轮船(601872/4.92 元)：中性 .....</b>        | <b>41</b> |
| 干散货和油轮行业周期同时向下，下调盈利预测 .....                | 41        |

## 插图

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 图 1: 波罗的海干散货运价指数的月度平均值      | 5  |
| 图 2: 全球干散货运输市场供求预测          | 6  |
| 图 3: WS 中东到日本 VLCC 运价的月度平均值 | 6  |
| 图 4: 全球油轮市场供求预测             | 7  |
| 图 5: 中国出口集装箱运价指数和全球集装箱期租水平  | 8  |
| 图 6: 全球集运市场供求预测             | 8  |
| 图 7: 航运板块 09 年股价表现-A 股      | 10 |
| 图 8: 航运板块 09 年股价表现-H 股      | 10 |
| 图 9: 中海发展 A 股历史估值水平         | 15 |
| 图 10: 中海发展 H 股历史估值水平        | 15 |
| 图 11: 中远航运历史估值水平            | 15 |
| 图 12: 中国远洋 A 股历史估值水平        | 16 |
| 图 13: 中国远洋 H 股历史估值水平        | 16 |
| 图 14: 中海集运 A 股历史估值水平        | 16 |
| 图 15: 中海集运 H 股历史估值水平        | 16 |
| 图 16: 长航油运历史估值水平            | 17 |
| 图 17: 招商轮船历史估值水平            | 17 |
| 图 18: 中海发展主要财务指标及近期股价表现     | 18 |
| 图 19: 中国远洋主要财务指标及近期股价表现     | 22 |
| 图 20: 中海集运主要财务指标及近期股价表现     | 28 |
| 图 21: 中远航运主要财务指标及近期股价表现     | 33 |
| 图 22: 中国到亚非拉的出口增速           | 34 |
| 图 23: 中远航运月度运量数据            | 34 |
| 图 24: 长航油运主要财务指标及近期股价表现     | 38 |
| 图 25: 招商轮船主要财务指标及近期股价表现     | 41 |

## 表格

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 表 1: 航运业上市公司股价表现 .....               | 9  |
| 表 2: 我们对航运公司 08-10 年业绩预览与市场的差异 ..... | 12 |
| 表 3: 航运公司盈利调整 .....                  | 12 |
| 表 4: 航运公司 08 年业绩公布日期和季度业绩概览 .....    | 13 |
| 表 5: A 股航运公司估值表 .....                | 14 |
| 表 6: H 股航运公司估值表 .....                | 14 |
| 表 7: 国际可比油轮公司估值表 .....               | 14 |
| 表 8: 国际可比干散货公司估值表 .....              | 14 |
| 表 9: 国际可比集运公司估值表 .....               | 15 |
| 表 10: 中海发展营业收入预测假设 .....             | 19 |
| 表 11: 中海发展营业成本预测假设 .....             | 20 |
| 表 12: 中海发展业绩敏感性 .....                | 20 |
| 表 13: 中海发展主要财务数据 .....               | 21 |
| 表 14: 中国远洋盈利预测调整汇总 .....             | 23 |
| 表 15: 中国远洋业绩对干散货和集运运价波动的敏感性 .....    | 24 |
| 表 16: 中国远洋干散货成本预测假设 .....            | 24 |
| 表 17: 中国远洋干散货收入预测假设 .....            | 25 |
| 表 18: 中国远洋集运收入预测假设 .....             | 26 |
| 表 19: 中国远洋集运成本预测假设 .....             | 26 |
| 表 20: 中国远洋主要财务数据 .....               | 27 |
| 表 21: 中海集运主要盈利预测调整 .....             | 29 |
| 表 22: 中海集运业绩对运价和油价的敏感性 .....         | 29 |
| 表 23: 中海集运主要成本假设 .....               | 30 |
| 表 24: 中海集运运营数据及收入假设 .....            | 31 |
| 表 25: 中海集运主要财务数据 .....               | 32 |
| 表 26: 中远航运营业收入预测假设 .....             | 35 |
| 表 27: 中远航运主要成本假设 .....               | 36 |
| 表 28: 中远航运主要财务数据 .....               | 37 |
| 表 29: 长航油运主要盈利预测假设 .....             | 39 |
| 表 30: 长航油运主要财务数据 .....               | 40 |
| 表 31: 招商轮船盈利预测调整汇总 .....             | 42 |
| 表 32: 招商轮船油轮业务主要假设 .....             | 43 |
| 表 33: 招商轮船干散货运业务主要假设 .....           | 44 |
| 表 34: 招商轮船主要财务数据 .....               | 45 |

## 航运市场回顾和走势判断

就航运股的投资而言，我们维持 09 年策略报告中的观点，由于干散货、油轮和集装箱三个子行业 09 年均处于下行周期，给予航运股 09 年整体“跑输大盘”的评级。因此，具体的投资需要的是判断时点，把握业绩和运价波动中的可能跑赢大盘的交易性机会。

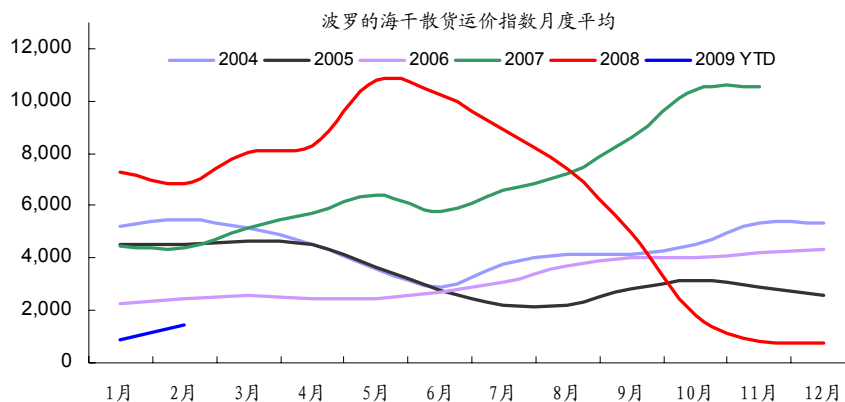
本篇报告关注的是航运业上半年的投资机会，主要从两个角度：第一，行业层面上半年预计的运价波动情况。第二，公司层面，结合各公司业务和行业的运价波动而作出 08 年业绩预览，以及 09 年一季度的业绩预测，从而帮助投资者更好的把握上半年投资机会。

从行业层面来看，我们认为干散货市场上半年波动将较大，近期反弹不具持续性，下一波反弹或与铁矿石谈判结束相关，整体而言，全年运价预计将前高后低；油轮市场预计上半年将持续低迷，下半年或伴随着需求回暖和单壳船拆解带来一些转机；集运市场目前已经处于低谷，船东已经连续三个季度亏损，不过何时回暖尚取决于欧美经济走势，我们认为下半年可以进行关注。因此，整体而言，建议投资者上半年关注干散货相关股票的交易性机会，下半年关注油运和集运相关股票。

### 干散货市场：运价前高后低，全年维持低位

08 年的运价波动将导致干散货船东四季度业绩受到影响。08 年上半年 BDI 大幅上涨，5 月 20 日攀高至 11,793 点的历史最高点。而之后则一路下跌，尤其是九月份以来跌幅加剧，12 月 5 日指数跌至 663 点，创出 22 年以来的最低点。08 年全年 BDI 平均值为 6,338 点，比 07 年同比下跌 11%（图 1）。分季度来看，BDI 前三季度平均高达 8,089 点，而四季度则仅有 1,125 点，而其中 11 和 12 两个月则不足 1,000 点。第四季度的市场运价不足以满足大部分船东的保本经营，而 11 和 12 月的市场运价甚至使得部分船东的变动成本也难以收回。因此，如果干散货船东没有在 08 年前三季度以较高的运价锁定较多运力，而过多依赖即期市场运营的话，四季度将出现亏损。

图 1：波罗的海干散货运价指数的月度平均值



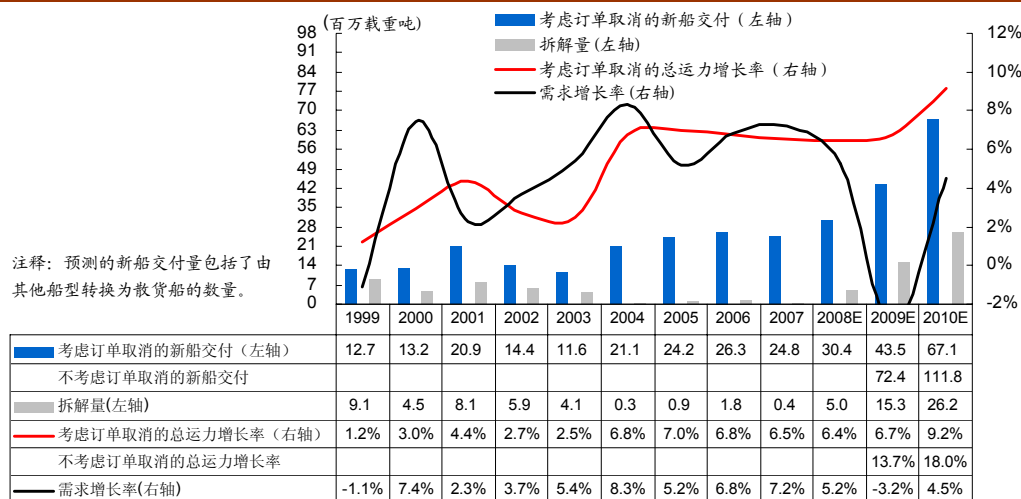
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

09 年以来 BDI 出现技术性反弹，截至 2 月 11 日，BDI 已反弹至 2,055 点，比 12 月 5 日 663 点的历史最低点累计反弹了 198%，在此后的一个月中 BDI 始终围绕 2,000 点进行震荡。今年截至目前 BDI 平均为 1383 点。我们认为本轮运价反弹缺乏可持续性。本轮运价反弹由中国钢厂的复产带动；由于 08 年底前后巴西铁矿石在北仑港的到岸价格已低于澳洲铁矿石，因此巴西至中国的大西洋航线运价反弹最为明显，带动了 BDI 的整体上涨；另外之前运价已经超跌和部分炒作投机因

素的存在也是BDI上涨的推动因素。但是由于目前中国钢产已恢复至正常产量，继续增产存在难度；而疲弱的欧日经济难以支撑更多的货运量；运价反弹导致闲置运力投入运营也将拉低运价；加之铁矿石谈判不断拖延同样会给运价带来压力（参见1月份干散货航运月报）。从今年全年来看，由于下半年新船交付量较大，我们仍维持**今年前高后低运价走势**的看法不变，而上半年波动大于下半年。

我们也维持对运价走势长期走势的判断不变：预计散货运输业09-2010年为下行周期，我们目前预计09年BDI均值为1500点，2010年为1000点。而判断的依据是今明两年运力交付量过高以及铁矿石和煤炭等大宗商品的运输需求下滑（见图2供求分析）。

图2：全球干散货运输市场供求预测

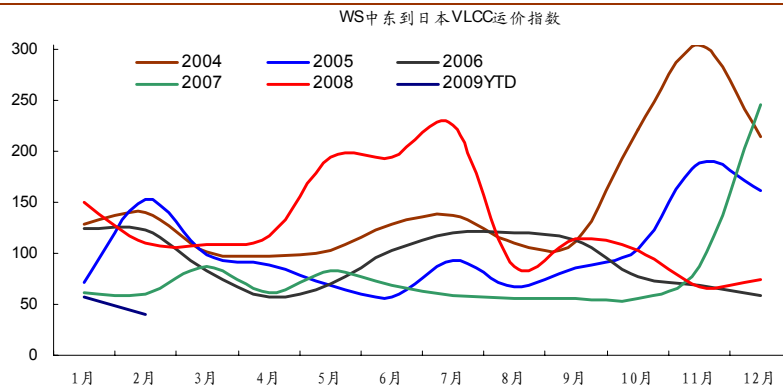


资料来源：Clarkson、中金公司研究部

### 油轮市场：全年运价明显低于去年，或现前低后高走势

08年四季度运价开始明显下滑。原油轮运价以WS中东至日本的原油运价指数为例，08年四个季度的均值分别为124、169、145和82点，呈现先涨后跌的趋势。而二三季度的高运价使得08年全年运价高达130点，同比大幅上涨60%。成品油轮方面的运价走势与原油轮相似，不过波动幅度略小。由于全年运价整体处于高位，油轮公司08年的盈利也将得以出现明显的同比增长。四季度运价走低则将使得四季度单季的业绩出现较大的环比下滑。

图3：WS中东到日本VLCC运价的月度平均值

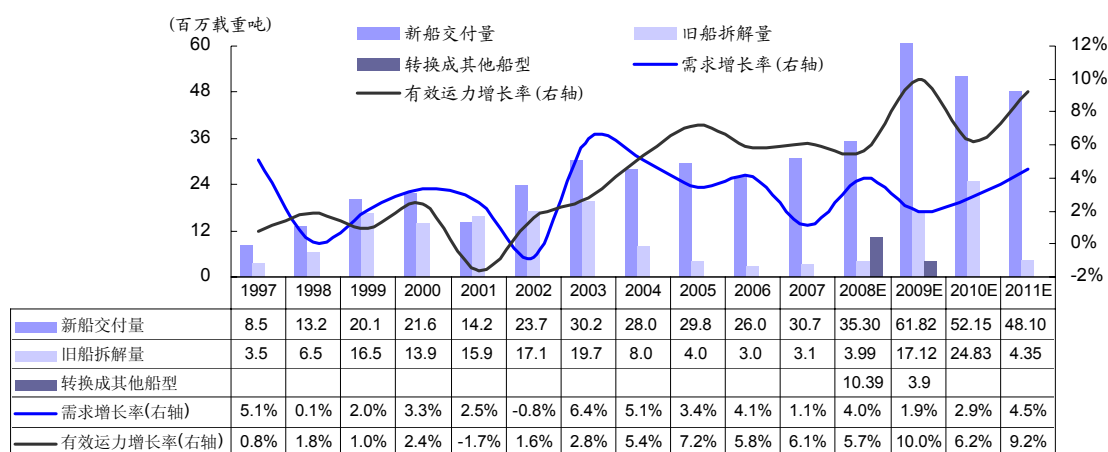


资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

进入 09 年，油轮运价延续了四季度的低迷走势，相比常年处于较低水平。由于 OPEC 石油产量不断减少，全球石油需求疲弱，运力供给仍然偏高，加上历史上上半年也是油运的淡季，因此我们预计上半年运价将维持较低水平。而年底石油需求或略有好转，单壳船拆解也可能逐渐增多导致运力增速放缓，因此年底供求关系可能略有好转，全年可能呈现前低后高的走势。

长期来看，我们维持原来的判断，认为整个油轮市场 09 年面临较大的下行压力，整体将低于 08 年。2010 年运价将比 09 年略有恢复，而 2011 年的前景也不乐观。受石油需求放缓和原油减产的影响，我们预计 09 年全球油运需求增速将大幅下滑；而 09 年新船交付量增长迅猛将导致运力增速大幅提高，因此 09 年运价将明显低于 08 年。由于 2010 年预计油运需求略有好转，而且单壳船拆船量增长将使得运力增速低于 09 年，因此运价可能略有反弹。然而 2011 年拆船量明显缩减，而且新船交付量仍然较多，将使得 2011 年的运价仍存在较大压力（图 4）。

图 4：全球油轮市场供求预测



资料来源：Clarkson、中金公司研究部

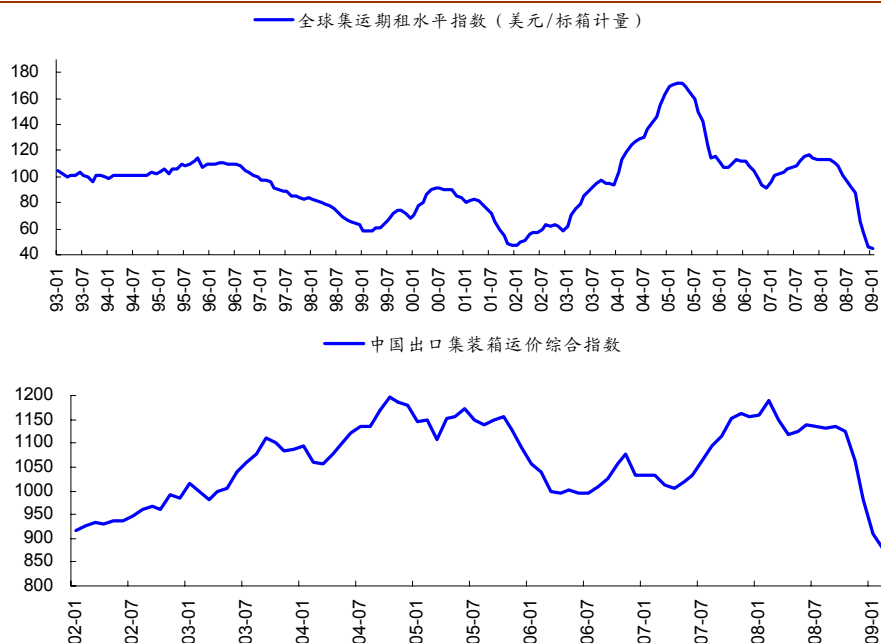
## 集运市场：行业继续维持低位

08 年以来集运行业整体都已处于历史低谷，中国出口集装箱运价指数和 Clarkson 统计的集运期租水平目前都已处于 93 年以来的最低点。08 年以来集运行业持续下行的主要原因是：欧美等发达国家的消费需求不断走弱，使得中国等主要出口国的出口受到巨大影响，因此全球集装箱贸易量不断萎缩。另外，集运运力多年来扩张迅速，使得整个行业供过于求。由于集运公司提供的是班轮服务，08 年上半年油价的高企也给公司的经营带来困难。下半年以来，虽然油价回落，但是由于运价大幅下降（图 5），许多集运公司已经出现连续多个季度的净亏损。

由于欧美经济短期内难以反转，我们判断全球集运业 09 年仍处于周期底部。而基于中金宏观组对美国经济下半年微弱复苏的判断，我们认为集运运价最早也只能在三季度旺季的时候出现微弱反弹的可能。但是由于四季度新船交付量巨大，因此即使出现反弹，幅度也十分有限。基于此判断，我们认为集运公司在 09 年全年录得大幅亏损的可能性极大。从目前一季度的情况来看，预计将出现比四季度更大规模的亏损，而二季度开始的美线谈判预计也难以善终。

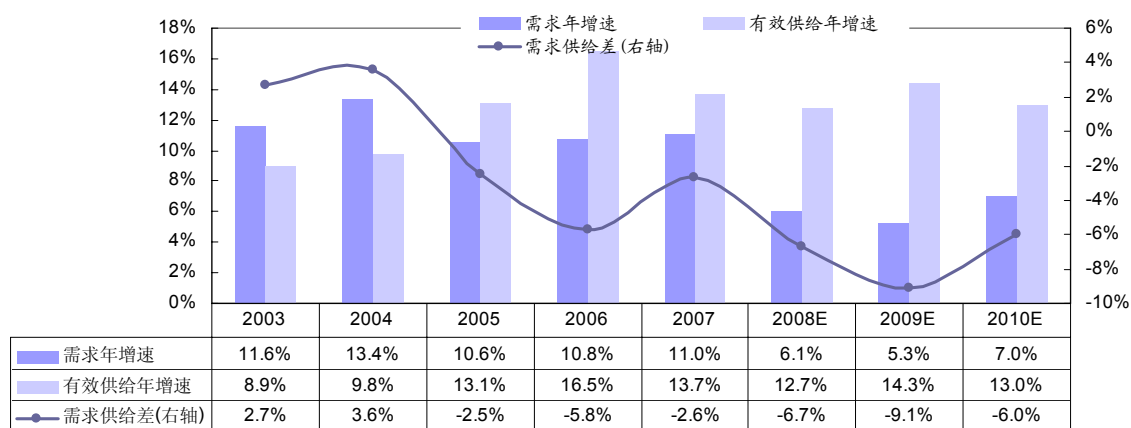
不过考虑到：集运的订单量/船队运力的比例在三个子行业中仅略高于油轮，明显低于干散货船；而且与油轮不同的是，集装箱的订单比例呈现更为明显的下滑趋势，因此运力增速放缓也会较快；2) 正如此次欧美经济危机最早影响到集运市场一样，欧美经济反弹过程中集运也将是三个子行业中最早收益的，因此我们认为在未来两年中，集运将为航运三个子行业中最早会出现行业反转带来的较大投资机会的行业。我们目前预计 2010 年的供求关系将有所好转，带来运价的反弹。

图 5: 中国出口集装箱运价指数和全球集装箱期租水平



资料来源: Clarkson、中华航运网、中金公司研究部

图 6: 全球集运市场供求预测



资料来源: Clarkson、Drewry、中金公司研究部

## 航运板块 08 年业绩预览、一季度业绩预测和上半年投资策略

从 08 年业绩来看，中远航运、长航油运和招商轮船均已经报过业绩快报，符合预期。其余三家公司中，中海发展业绩预计与我们和市场预期一致，中国远洋和中海集运业绩预计将低于市场预期。从 09 年一季报预测来看，中海发展在电煤合同价格确定后，业绩稳定性将体现出来，预计将符合或者超出市场预期，而中国远洋、中远航运、中海集运预计将低于市场预期，长航油运和招商轮船预计将符合预期。

因此，考虑到运价和业绩，我们维持中海发展“审慎推荐”评级，由于中远航运目前估值过高，且存在业绩风险，从“审慎推荐”下调评级至“中性”。对于中国远洋，仍然建议投资者把握 BDI 运价波动带来的交易性机会，未来一两个月来看，由于业绩低于预期以及我们认为 BDI 存在下跌风险，股价存在向下压力。

对于中海集运而言，A 股估值为 1.4 倍 09 年市净率，估值过高。虽然目前 H 股估值只有 0.4 倍 09 年市净率，但是业绩低于预期，尤其是若 09 年一季度出现连续的第三个季度亏损，将对股价带来进一步压力，建议投资者可以考虑卖出。

对于油轮公司：长航油运和招商轮船，目前估值不具备吸引力，而我们对于上半年油轮运价也不看好，因此可能的投资机会预计也是在下半年。

### 09 年以来股价表现

A 股方面，借助大盘反弹和 BDI 反弹的机会，与远洋干散货相关性最大的中国远洋和以及市值相对较小的中远航运在 09 年前 7 周内（2 月中旬之前）涨幅高达 60% 左右。其他航运股在 09 年以来也都全部跑赢大盘，且以长航油运跑赢大盘最多。

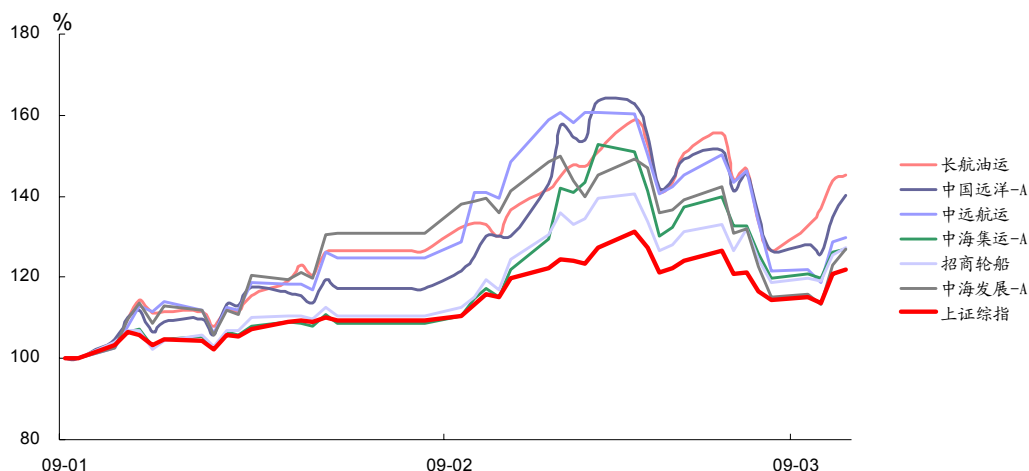
而 H 股方面，09 年以来中海发展和中国远洋与大盘涨幅基本持平，但是波动性明显大于大盘。而中海集运由于估值相对较低，跑赢大盘。

表 1：航运业上市公司股价表现

|             | 52周涨跌幅 | 52周相对大盘表现 | 09年以来涨跌幅 | 09年以来相对大盘表现 | 过去1个月涨跌幅 | 过去1个月相对大盘表现 |
|-------------|--------|-----------|----------|-------------|----------|-------------|
| <b>A股市场</b> |        |           |          |             |          |             |
| 中海发展        | -69.6% | -21.4ppt  | 27.0%    | +5.0ppt     | -6.5%    | -12.4ppt    |
| 中远航运        | -59.5% | -11.3ppt  | 29.8%    | +7.9ppt     | -6.8%    | -12.7ppt    |
| 中国远洋        | -71.2% | -23.0ppt  | 40.3%    | +18.3ppt    | 7.8%     | +1.9ppt     |
| 招商轮船        | -58.5% | -10.3ppt  | 27.5%    | +5.5ppt     | 11.3%    | +5.5ppt     |
| 中海集运        | -61.6% | -13.4ppt  | 26.8%    | +4.8ppt     | 10.2%    | +4.3ppt     |
| 长航油运        | -58.5% | -10.3ppt  | 45.1%    | +23.1ppt    | 11.3%    | +5.5ppt     |
| <b>H股市场</b> |        |           |          |             |          |             |
| 中海发展        | -72.7% | -26.4ppt  | -16.4%   | -3.8ppt     | -25.1%   | -17.7ppt    |
| 中国远洋        | -79.0% | -32.7ppt  | -16.0%   | -3.4ppt     | -18.5%   | -11.1ppt    |
| 中海集运        | -67.4% | -21.1ppt  | -6.8%    | +5.7ppt     | -16.8%   | -9.3ppt     |

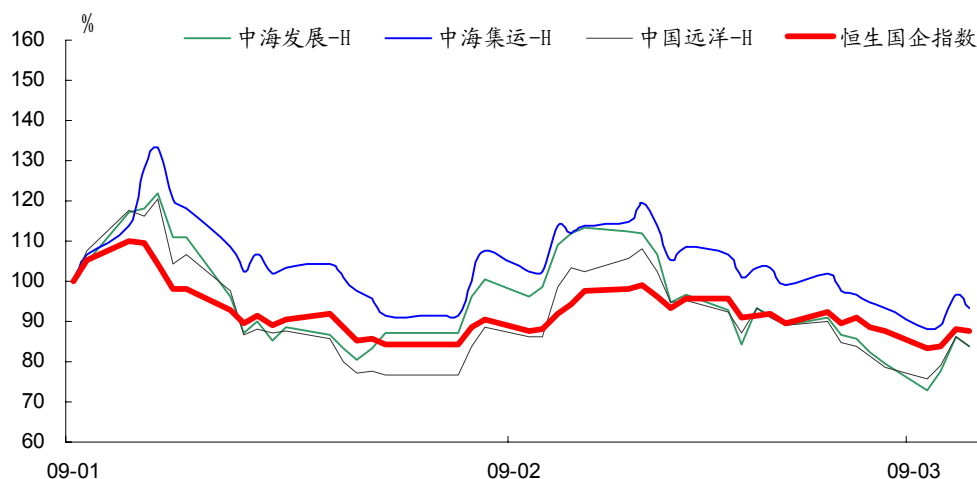
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图 7: 航运板块 09 年股价表现-A 股



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图 8: 航运板块 09 年股价表现-H 股



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

## 08 年业绩预览

到目前为止, 航运业的 6 家公司中, 长航油运已经发布 08 年业绩, 中远航运和招商轮船已经公布过业绩快报, 与我们预期均一致。其余三家中: 我们预计中海发展的业绩将符合我们和市场的预期。就中国远洋而言, 由于四季度干散货和集运市场低迷, 我们预计公司四季度将出现大额亏损, 因此目前我们的盈利预测大幅低于市场平均预期, 业绩公布将对股价带来压力 (具体盈利预测假设见后文公司部分):

- 中国远洋: 根据公司公告, 四季度计入的 FFA 亏损预计为 30 亿。就 FFA 亏损而言, 由于公司是记的账面浮亏, 且以 BDI 763 点计入, 因此我们认为 09 年上半年公司的大部分 FFA 到期交割时, 若 BDI 高于 763 点, 则将计入一部分盈利 (这部分盈利在一季度业绩中就会有一定体现)。

我们目前 08 年全年盈利预测约为 120 亿, 公司前三季度盈利为 197 亿, 也就是说我们预计

四季度亏损约为 77 亿，除去 FFA 的亏损，我们目前预计的经营性亏损为 47 亿，主要是考虑 1) 四季度运价低迷，公司干散货和集运经营困难；2) 对于公司租入的干散货船舶，若这些船舶 09 年成本和收益可以确定，可以将这部分亏损计入 08 年。因此目前我们预测的 08 年盈利比市场 consensus 低 30-40%。

- 中海集运：公司 08 年季度业绩呈现环比大幅下滑态势，一季度为 4.9 亿，二季度为 2.1 亿，三季度亏损 2.7 亿，考虑到四季度市场运价的表现，我们预计四季度亏损高于三季度，约为 3.7 亿，因此全年业绩只实现微利 5000 万元左右，目前我们的盈利预测大幅低于市场 consensus 预测。

## 09 年一季度业绩预测

就 09 年一季度的业绩预测来看，考虑我们目前 09 年盈利预测与市场 consensus 的差异，我们认为中国远洋、中海集运、中远航运的业绩很可能会低于市场预期；中海发展在电煤运价谈判结束后，业绩稳定性将体现出来，预计一季度将符合或者超过我们预期；长航油运和招商轮船预计符合预期。

- 中国远洋：预计 09 年一季度公司仅能实现微利，其中包括 FFA 计入的部分盈利。而目前市场预测的 09 年实现 33-54 亿盈利（A 股和 H 股）较难实现。一季报业绩会低于市场预期。

不过我们此次将 09 年盈利预测从原来的亏损 100 亿上调为亏损 18 亿，将 2010 年盈利从亏损调整为盈利，主要是考虑到 1) 对于能够确定收入和成本的租船，公司会在 08 年计入 09 年的部分亏损；2) 之前 BDI 较为低迷时公司以部分低成本的租入船替换了到期的高成本船，我们将 09 年的平均租船成本从 BDI 5000 点调整为 3000 点。

- 中海集运：虽然近期集运的运价有所上涨，但是更多体现在欧线运价在超跌之后的企稳。由于中金宏观对 09 年欧美经济和中国出口仍不看好，以及从船东的运营情况来看，预计 09 年一季度将出现比四季度更大规模的亏损，也就是超过 4 个亿的亏损，而五月份开始的美线谈判也将带来降价，从而使得集运的二季度业绩更不理想。我们认为，在集运连续四个季度亏损额逐渐增加的情况下，股价有进一步下行空间。
- 中远航运：在干散货市场低迷的情况下，由于中东和非洲等资源型国家的资源价格下跌导致一些建设合同的推迟或者缩减金额，公司的出口设备货也受到一定影响。从公司 1 月份的运营数据来看，整体运量环比去年 12 月下降了 13%，其中杂货船运量环比下滑 25%，其他特种船环比下滑 34%，多用途船运量与 12 月持平。我们目前 09 年的盈利预测比市场低 26%，但是公司业绩仍然存在低于我们预测的可能，尤其是目前公司估值在 A 股航运公司中处于高端，业绩和估值风险较大，我们将评级从“审慎推荐”下调至“中性”。
- 中海发展：虽然我们目前 09 年盈利预测比市场 consensus 低 20% 左右，但是考虑 consensus 中有个别长时间未更新的预测，我们的预测与市场应该比较一致。在公司的电煤运价谈判结束后，其 09 年 50% 的收入基本确定，业绩的稳定性将体现出来，从而估值也将有提升。

表 2：我们对航运公司 08-10 年业绩预览与市场的差异

| 人民币元       | 2008E | 2009E | 2010E | 2008E | 2009E  | 2010E | 2008E  | 2009E  | 2010E  |
|------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|
|            | 中海发展  |       |       | 中国远洋  |        |       | 中海集运   |        |        |
| <b>A 股</b> |       |       |       |       |        |       |        |        |        |
| 中金预测每股盈利   | 1.60  | 0.87  | 0.89  | 1.18  | (0.18) | 0.15  | 0.00   | (0.13) | 0.01   |
| 市场预测平均值    | 1.75  | 1.01  | 1.27  | 1.61  | 0.33   | 0.52  | (0.00) | (0.10) | 0.01   |
| 中金预测低于市场平均 | -9%   | -14%  | -30%  | -27%  | -153%  | -71%  | 557%   | -29%   | 3%     |
| <b>H 股</b> |       |       |       |       |        |       |        |        |        |
| 中金预测每股盈利   | 1.60  | 0.87  | 0.89  | 1.18  | (0.18) | 0.15  | 0.00   | (0.13) | 0.01   |
| 市场预测平均值    | 1.76  | 1.21  | 1.19  | 1.91  | 0.54   | 0.25  | 0.06   | (0.05) | (0.00) |
| 中金预测低于市场平均 | -10%  | -28%  | -26%  | -38%  | -133%  | -39%  | -92%   | -158%  | 436%   |
|            | 中远航运  |       |       | 长航油运  |        |       | 招商轮船   |        |        |
| 中金预测每股盈利   | 1.09  | 0.52  | 0.50  | 0.37  | 0.33   | 0.55  | 0.41   | 0.19   | 0.27   |
| 市场预测平均值    | 1.15  | 0.69  | 0.74  | 0.37  | 0.39   | 0.60  | 0.45   | 0.25   | 0.39   |
| 中金预测低于市场平均 | -5%   | -26%  | -33%  | 0%    | -15%   | -8%   | -10%   | -23%   | -32%   |

资料来源：彭博咨询、中金公司研究部

表 3：航运公司盈利调整

|           | 中国远洋   |          |         | 招商轮船  |       |       | 中海集运  |         |       |
|-----------|--------|----------|---------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|
| 净利润（百万元）  | 2008E  | 2009E    | 2010E   | 2008E | 2009E | 2010E | 2008E | 2009E   | 2010E |
| 调整后       | 12,026 | (1,798)  | 1,526   | 1,401 | 661   | 913   | 53    | (1,557) | 156   |
| 调整前       | 12,396 | (10,156) | (2,643) | 1,789 | 1,321 | 1,563 | 155   | (1,091) | 237   |
| 调整幅度 %    | -3%    | 82%      | 158%    | -22%  | -50%  | -42%  | -66%  | -43%    | -34%  |
| 摊薄每股收益（元） |        |          |         |       |       |       |       |         |       |
| 调整后       | 1.18   | (0.18)   | 0.15    | 0.41  | 0.19  | 0.27  | 0.00  | (0.13)  | 0.01  |
| 调整前       | 1.21   | (0.99)   | (0.26)  | 0.52  | 0.38  | 0.46  | 0.01  | (0.09)  | 0.02  |
| 调整幅度 %    | -3%    | 82%      | 158%    | -22%  | -50%  | -42%  | -66%  | -43%    | -34%  |

资料来源：公司数据、中金公司研究部

表 4: 航运公司 08 年业绩公布日期和季度业绩概览

|             | 评级   | 业绩公布日      | 1Q08  | 2Q08  | 3Q08   | 4Q08    | 2007   | 2008E  | 2009E   | 2010E |
|-------------|------|------------|-------|-------|--------|---------|--------|--------|---------|-------|
| <b>中海发展</b> |      |            |       |       |        |         |        |        |         |       |
| 净利润 (百万元)   |      |            | 1,680 | 1,505 | 1,541  | 711     | 4,596  | 5,437  | 2,954   | 3,015 |
| 摊薄每股收益 (元)  | 审慎推荐 | 2009/03/18 | 0.49  | 0.44  | 0.45   | 0.21    | 1.35   | 1.60   | 0.87    | 0.89  |
| 同比增长率       |      |            | 60%   | 30%   | 28%    | -40%    | n.a    | 18%    | -46%    | 2%    |
| 环比增长率       |      |            | 43%   | -10%  | 2%     | -54%    | n.a    | n.a    | n.a     | n.a   |
| <b>中远航运</b> |      |            |       |       |        |         |        |        |         |       |
| 净利润 (百万元)   |      |            | 357   | 569   | 328    | 179     | 1,074  | 1,433  | 675     | 650   |
| 摊薄每股收益 (元)  | 中性   | 2009/03/31 | 0.27  | 0.43  | 0.25   | 0.14    | 0.82   | 1.09   | 0.52    | 0.50  |
| 同比增长率       |      |            | 136%  | 180%  | 38%    | -63%    | n.a    | 33%    | -53%    | -4%   |
| 环比增长率       |      |            | -26%  | 59%   | -42%   | -45%    | n.a    | n.a    | n.a     | n.a   |
| <b>长航油运</b> |      |            |       |       |        |         |        |        |         |       |
| 净利润 (百万元)   |      |            | 270   | 88    | 100    | 138     | 370    | 596    | 536     | 883   |
| 摊薄每股收益 (元)  | 中性   | 2009/03/04 | 0.17  | 0.05  | 0.06   | 0.09    | 0.23   | 0.37   | 0.33    | 0.55  |
| 同比增长率       |      |            | n.a   | n.a   | n.a    | n.a     | n.a    | 61%    | -10%    | 65%   |
| 环比增长率       |      |            | n.a   | -67%  | 13%    | 38%     | n.a    | n.a    | n.a     | n.a   |
| <b>招商轮船</b> |      |            |       |       |        |         |        |        |         |       |
| 净利润 (百万元)   |      |            | 442   | 413   | 514    | 32      | 848    | 1,401  | 661     | 913   |
| 摊薄每股收益 (元)  | 中性   | 2009/04/14 | 0.13  | 0.12  | 0.15   | 0.01    | 0.25   | 0.41   | 0.19    | 0.27  |
| 同比增长率       |      |            | 115%  | 56%   | 109%   | -76%    | n.a    | 65%    | -53%    | 38%   |
| 环比增长率       |      |            | 232%  | -6%   | 24%    | -94%    | n.a    | n.a    | n.a     | n.a   |
| <b>中国远洋</b> |      |            |       |       |        |         |        |        |         |       |
| 净利润 (百万元)   |      |            | 6,132 | 8,024 | 5,556  | (7,686) | 19,085 | 12,026 | (1,798) | 1,526 |
| 摊薄每股收益 (元)  | 中性   | 2009/04/23 | 0.60  | 0.79  | 0.54   | (0.75)  | 1.87   | 1.18   | (0.18)  | 0.15  |
| 同比增长率       |      |            | n.a   | n.a   | n.a    | n.a     | n.a    | -37%   | -115%   | 185%  |
| 环比增长率       |      |            | n.a   | 31%   | -31%   | -238%   | n.a    | n.a    | n.a     | n.a   |
| <b>中海集运</b> |      |            |       |       |        |         |        |        |         |       |
| 净利润 (百万元)   |      |            | 488   | 211   | (272)  | (374)   | 3,324  | 53     | (1,557) | 156   |
| 摊薄每股收益 (元)  | 中性   | 2009/03/26 | 0.04  | 0.02  | (0.02) | (0.03)  | 0.28   | 0.00   | (0.13)  | 0.01  |
| 同比增长率       |      |            | n.a   | n.a   | n.a    | n.a     | n.a    | -98%   | -3017%  | 110%  |
| 环比增长率       |      |            | n.a   | -57%  | -229%  | -38%    | n.a    | n.a    | n.a     | n.a   |

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

### 航运股上半年投资策略

整体而言, 我们建议投资者上半年更多关注于散货相关公司的交易性机会, 下半年更多关注油运和集运的机会。

对于 A 股而言: 目前整体估值都比较高, 市净率来看, 除中海集运外均高于 1.5 倍。不过中海发展在其中估值最低, 09 年市盈率为 11.9 倍, 远低于其他公司估值。而进一步考虑到其业绩的稳定性, 我们维持中海发展“审慎推荐”评级。由于中远航运目前估值过高, 09 年市盈率为 16 倍, 市净率为 2.5 倍, 且存在业绩风险, 从“审慎推荐”下调评级至“中性”。对于中国远洋, 考虑估值和业绩风险, 以及为近期 BDI 的看法, 未来一两个月来看, 股价存在向下压力。对于油轮公司, 长航油运和招商轮船, 目前估值不具备吸引力, 而我们对于上半年油轮运价也不看好, 因此可能的投资机会预计也是在下半年。中海集运 A 股估值为 09 年 1.3 倍市净率, 估值过高。

对于 H 股而言: 我们仍然推荐中海发展, 原因在于其业绩稳定性将带来估值提升, 正如 08 年上半年在其运价谈判结束之后中海发展表现一直优于大盘, 即使期间 BDI 有很多上下波动。而且从目前估值来看, 中海发展与中国远洋估值相当, 均为 0.8 倍 09 年市净率, 但是其业绩和稳定性远高于后者 (目前国际可比干散货公司估值为 0.5 倍 09 年市净率)。另外, 中海发展在年报中通常都会派发现金股息, 若以 08 年 15% 的付息率来看, 每股预计为 0.24 元, 则对应目前 H 股股价的

股息收益率为 4.3 %。

就中海集运而言, 虽然目前 H 股估值只有 0.4 倍 09 年市净率, 但是业绩低于预期, 尤其是若 09 年一二季度出现连续的季度亏损, 将对估值和股价带来进一步压力, 建议投资者可以考虑卖出。

表 5: 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  |       |       |       | 净资产回报率 |       |       |       | 股息率 (%) |       |       |       |
|----------|------------------|------|-------|------|-------|--------|-------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|
|          |                  |      |       | 2007 | 2008E | 2009E  | 2010E | 2007 | 2008E | 2009E | 2010E | 2007 | 2008E | 2009E | 2010E | 2007   | 2008E | 2009E | 2010E | 2007E   | 2008E | 2009E | 2010E |
| 中海发展     | 600026 CH Equity | 审慎推荐 | 10.35 | 1.35 | 1.60  | 0.87   | 0.89  | 7.7  | 6.5   | 11.9  | 11.7  | 2.1  | 1.7   | 1.6   | 1.4   | 28.6   | 26.8  | 13.1  | 12.1  | 2.9     | 3.4   | 1.8   | 1.9   |
| 中远航运     | 600428 CH Equity | 中性   | 8.31  | 0.82 | 1.09  | 0.52   | 0.50  | 10.1 | 7.6   | 16.1  | 16.7  | 3.3  | 2.9   | 2.5   | 2.2   | 32.2   | 37.5  | 15.5  | 13.4  | 2.4     | 8.6   | 1.2   | 1.2   |
| 长航油运     | 600087 CH Equity | 中性   | 5.60  | 0.20 | 0.37  | 0.33   | 0.55  | 28.5 | 15.1  | 16.8  | 10.2  | 1.9  | 2.0   | 1.5   | 1.2   | 6.8    | 13.2  | 8.8   | 12.2  | -       | 1.8   | -     | 2.9   |
| 中国远洋     | 601919 CH Equity | 中性   | 10.52 | 1.87 | 1.18  | (0.18) | 0.15  | 5.6  | 8.9   | n.a   | n.a   | 2.4  | 2.0   | 2.1   | 2.1   | 42.5   | 22.4  | (3.6) | 3.0   | 3.4     | 2.2   | -     | -     |
| 招商轮船     | 601872 CH Equity | 中性   | 4.92  | 0.25 | 0.41  | 0.19   | 0.27  | 19.9 | 12.1  | 25.6  | 18.5  | 1.9  | 1.8   | 1.7   | 1.6   | 9.7    | 14.6  | 6.7   | 8.7   | 2.2     | 2.6   | 1.2   | 1.7   |
| 中海集运     | 601866 CH Equity | 中性   | 3.36  | 0.28 | 0.00  | (0.13) | 0.01  | 11.8 | n.a   | n.a   | n.a   | 1.2  | 1.2   | 1.3   | 1.3   | 10.2   | 0.2   | (5.0) | 0.5   | 4.6     | 0.0   | -     | 0.1   |
| 宁波海运     | 600798 CH Equity | n.a  | 6.73  | 0.34 | 0.57  | 0.24   | n.a   | 19.9 | 11.7  | 28.4  | n.a   | 3.0  | n.a   | n.a   | n.a   | 15.6   | n.a   | n.a   | n.a   | 2.5     | n.a   | n.a   | n.a   |
| 中海海盛     | 600896 CH Equity | n.a  | 6.73  | 0.45 | 0.68  | 0.45   | n.a   | 14.8 | 9.9   | 15.1  | n.a   | 2.9  | n.a   | n.a   | n.a   | 21.3   | n.a   | n.a   | n.a   | 0.5     | n.a   | n.a   | n.a   |
| 平均值      |                  |      |       |      |       |        |       | 14.8 | 10.3  | 19.0  | 14.3  | 2.3  | 1.9   | 1.8   | 1.6   | 20.9   | 19.1  | 5.9   | 8.3   | 2.6     | 1.6   | 0.4   | 0.6   |
| 中值       |                  |      |       |      |       |        |       | 13.3 | 9.9   | 16.5  | 14.2  | 2.3  | 1.9   | 1.6   | 1.5   | 18.5   | 18.5  | 7.7   | 10.4  | 2.5     | 2.2   | -     | 0.1   |

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

表 6: 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 (%) |       |       |       |
|--------------------|----------------|------------|------------------|-----------|-------|--------|-------|------|-------|--------|-------|------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|---------------------|-------|-------|-------|
|                    |                |            |                  | 2007      | 2008E | 2009E  | 2010E | 2007 | 2008E | 2009E  | 2010E | 2007 | 2008E | 2009E | 2010E | 2007    | 2008E | 2009E | 2010E | 2007                | 2008E | 2009E | 2010E |
| CSD                | 1138 HK Equity | Accumulate | 6.44             | 1.33      | 1.60  | 0.87   | 0.89  | 4.5  | 3.5   | 6.5    | 6.6   | 1.3  | 0.9   | 0.8   | 0.8   | 28.3    | 26.8  | 13.1  | 12.1  | 8.3                 | 6.3   | 3.4   | 3.3   |
| CCH                | 1919 HK Equity | Hold       | 4.53             | 1.91      | 1.18  | (0.18) | 0.15  | 2.2  | 3.3   | (22.2) | 27.4  | 0.9  | 0.7   | 0.8   | 0.8   | 41.8    | 22.7  | (3.6) | 2.9   | 4.5                 | 9.1   | -     | -     |
| CSCL               | 2866 HK Equity | Hold       | 1.09             | 0.28      | 0.00  | (0.13) | 0.01  | 3.6  | 205.7 | (7.2)  | 74.1  | 0.4  | 0.3   | 0.4   | 0.4   | 9.4     | 0.2   | (5.4) | 0.6   | 3.9                 | 0.1   | -     | 0.2   |

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

表 7: 国际可比油轮公司估值表

| 国际可比油轮公司          | 货币  | 公司股票代码          | 股价   | 每股收益  |       |        |        | 市盈率   |       |       |       | 市净率  |       |       |       | 净资产回报率 |       |       |       | 股息率 (%) |       |       |       |
|-------------------|-----|-----------------|------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|
|                   |     |                 |      | 2007  | 2008E | 2009E  | 2010E  | 2007  | 2008E | 2009E | 2010E | 2007 | 2008E | 2009E | 2010E | 2007   | 2008E | 2009E | 2010E | 2007E   | 2008E | 2009E | 2010E |
| TEEKAY SHIPPING   | USD | TK US Equity    | 13.9 | 2.47  | 3.84  | 1.78   | 2.46   | 5.6   | 3.6   | 7.8   | 5.7   | 0.4  | 0.4   | 0.4   | 0.3   | 6.9    | 9.0   | 4.3   | 8.6   | 7.1     | 8.2   | 8.0   | 9.1   |
| FRONTLINE LTD     | USD | FRO US Equity   | 18.8 | n.a   | 1.75  | 2.15   | 2.19   | n.a   | 10.7  | 8.7   | 8.6   | n.a  | 1.8   | 1.6   | 1.5   | n.a    | 19.2  | 20.2  | 19.5  | n.a     | 7.3   | 8.0   | 7.3   |
| OVERSEAS SHIPPING | USD | OSG US Equity   | 24.9 | 5.02  | 13.11 | 3.81   | 4.13   | 5.0   | 1.9   | 6.5   | 6.0   | 0.5  | 0.4   | 0.3   | 0.3   | 9.9    | 20.9  | 4.8   | 8.0   | 4.5     | 6.2   | 7.0   | 7.1   |
| SHIP FINANCE      | USD | SFL US Equity   | 6.2  | 1.91  | 3.17  | 3.09   | 2.99   | 3.3   | 2.0   | 2.0   | 2.1   | 0.8  | 0.6   | 0.6   | 0.5   | 26.1   | 34.3  | 31.6  | 25.1  | 34.8    | 37.2  | 38.5  | 39.1  |
| GENERAL MARITIME  | USD | GMR US Equity   | 7.8  | 1.65  | 1.86  | 1.29   | 1.12   | 4.7   | 4.2   | 6.0   | 6.9   | 0.9  | 1.2   | 1.2   | 1.3   | 9.9    | 21.4  | 16.5  | 19.3  | 25.7    | 24.4  | 22.2  | 22.3  |
| TSAKOS ENERGY     | USD | TNP US Equity   | 14.1 | 4.81  | 4.55  | 1.99   | 2.38   | 2.9   | 3.1   | 7.1   | 5.9   | 0.6  | 0.6   | 0.5   | n.a   | 22.8   | 19.0  | 12.1  | n.a   | 11.2    | 11.3  | 10.4  | 11.2  |
| TOP TANKERS INC   | USD | TOPS US Equity  | 0.9  | (4.1) | 0.30  | (0.52) | (0.30) | (0.2) | 2.9   | (1.7) | (2.9) | 0.1  | n.a   | n.a   | n.a   | n.a    | n.a   | n.a   | n.a   | n.a     | n.a   | n.a   | n.a   |
| KNIGHTSBRIDGE TA  | USD | VLCCF US Equity | 12.1 | 1.96  | 2.81  | 2.02   | 2.74   | 6.2   | 4.3   | 6.0   | 4.4   | 1.3  | 0.9   | 0.9   | 0.8   | 18.5   | 21.7  | 14.0  | 19.2  | 21.3    | 20.6  | 14.1  | 18.4  |
| NORDIC AMER TANK  | USD | NAT US Equity   | 26.0 | 1.88  | 3.69  | 1.18   | 1.39   | 13.8  | 7.0   | 21.9  | 18.7  | 1.1  | 1.1   | 1.2   | 1.2   | 8.2    | 16.3  | 4.9   | 4.9   | 14.2    | 20.3  | 10.1  | 11.8  |
| 平均值               |     |                 |      |       |       |        |        | 5.2   | 4.4   | 7.2   | 6.2   | 0.7  | 0.9   | 0.8   | 0.9   | 14.6   | 20.2  | 13.5  | 14.9  | 17.0    | 16.9  | 14.8  | 15.8  |
| 中值                |     |                 |      |       |       |        |        | 4.8   | 3.6   | 6.5   | 5.9   | 0.7  | 0.8   | 0.7   | 0.8   | 9.9    | 20.1  | 13.0  | 19.2  | 14.2    | 15.8  | 10.2  | 11.5  |

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

表 8: 国际可比干散货公司估值表

| 干散货              | 货币  | 公司股票代码         | 股价     | 每股收益   |       |       |       | 市盈率  |       |        |        | 市净率  |       |       |       | 净资产回报率 |       |       |       | 股息率 (%) |       |       |       |
|------------------|-----|----------------|--------|--------|-------|-------|-------|------|-------|--------|--------|------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|
|                  |     |                |        | 2007   | 2008E | 2009E | 2010E | 2007 | 2008E | 2009E  | 2010E  | 2007 | 2008E | 2009E | 2010E | 2007   | 2008E | 2009E | 2010E | 2007E   | 2008E | 2009E | 2010E |
| DIANA SHIPPING   | USD | DSX US Equity  | 12.23  | 1.79   | 2.96  | 1.61  | 1.48  | 6.8  | 4.1   | 7.6    | 8.2    | 1.1  | 1.1   | 1.0   | 0.9   | 19.9   | 27.4  | 13.2  | 10.3  | 17.3    | 23.3  | n.a   | 6.4   |
| EAGLE BULK SHIPP | USD | EGLE US Equity | 4.49   | 1.29   | 1.50  | 1.12  | 0.66  | 3.5  | 3.0   | 4.0    | 6.8    | 0.4  | 0.4   | 0.4   | 0.4   | 12.5   | 13.1  | 8.8   | 4.8   | 43.9    | 37.2  | 25.6  | 35.6  |
| GENCO SHIPPING   | USD | GNK US Equity  | 11.03  | 3.01   | 6.74  | 4.52  | 2.98  | 3.7  | 1.6   | 2.4    | 3.7    | 0.5  | 0.4   | 0.4   | 0.4   | 18.1   | 28.3  | 14.6  | 8.8   | 23.9    | 31.8  | 29.8  | 27.2  |
| DRYSHIPS INC     | USD | DRYS US Equity | 3.90   | 13.29  | 11.11 | 2.33  | 2.72  | 0.3  | 0.4   | 1.7    | 1.4    | 0.1  | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 64.3   | 27.2  | 3.5   | 4.0   | 20.5    | 15.3  | 2.3   | -     |
| EXCEL MARITIME   | USD | EXM US Equity  | 4.35   | 4.26   | 5.43  | (0.2) | (0.4) | 1.0  | 0.8   | (20.1) | (10.6) | 0.1  | 0.1   | 0.1   | n.a   | 23.6   | 24.8  | 6.9   | 0.9   | 13.8    | 25.0  | 30.6  | 18.4  |
| KAWASAKI KISEN   | JPY | 9107 JP Equity | 308.00 | 131.36 | 63.98 | 36.52 | 34.16 | 2.3  | 4.8   | 8.4    | 9.0    | 0.5  | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 23.7   | 11.0  | 6.6   | 5.1   | 8.4     | 5.1   | 2.4   | 2.4   |
| PRECIOUS SHIPPIN | THB | PSL TB Equity  | 10.60  | 4.75   | 2.80  | 1.75  | 2.23  | 2.2  | 3.8   | 6.1    | 4.8    | 0.7  | 0.6   | 0.6   | 0.6   | 32.7   | 18.7  | 12.0  | 9.9   | 18.9    | 13.0  | 8.6   | 7.8   |
| PACIFIC BASIN    | USD | 2343 HK Equity | 0.45   | 0.31   | 0.31  | 0.06  | 0.00  | 1.5  | 1.4   | 8.2    | 150.9  | 1.0  | 0.5   | 0.5   | 0.6   | 54.4   | 44.0  | 6.5   | (0.3) | n.a     | n.a   | 5.1   | 4.4   |
| SINOTRANS SHIPPI | USD | 368 HK equity  | 0.22   | 0.05   | 0.07  | 0.04  | 0.03  | 4.2  | 2.9   | 6.2    | 6.4    | 0.5  | 0.4   | 0.4   | 0.4   | 13.3   | 16.1  | 4.4   | 5.3   | -       | 10.6  | 5.1   | 5.1   |
| 平均值              |     |                |        |        |       |       |       | 2.8  | 2.5   | 2.7    | 20.1   | 0.5  | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 29.2   | 23.4  | 8.5   | 5.4   | 18.3    | 20.2  | 13.7  | 11.9  |
| 中值               |     |                |        |        |       |       |       | 2.3  | 2.9   | 6.1    | 6.4    | 0.5  | 0.4   | 0.4   | 0.5   | 23.6   | 24.8  | 6.9   | 5.1   | 18.1    | 19.3  | 6.8   | 6.4   |

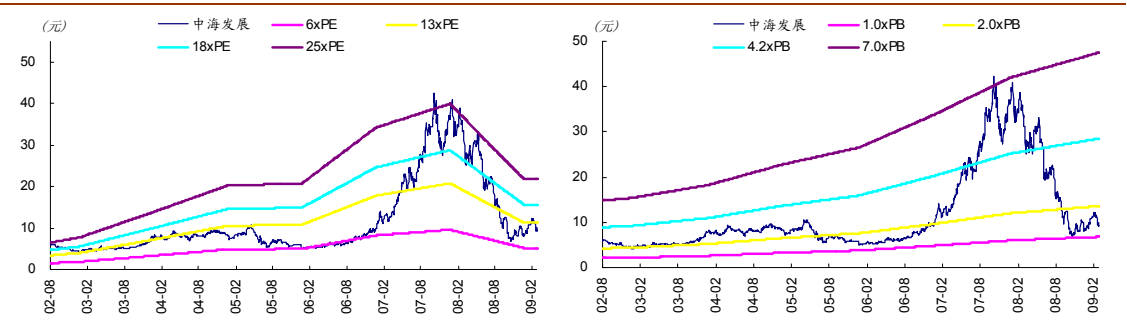
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

表 9: 国际可比集运公司估值表

| 集运公司                         | 货币  | 股票代码             | 股价        | 每股盈利     |        |        |          | 市盈率  |       |        |        | 市净率  |       |       |       | 净资产回报率 |       |       |       | 股息率 (%) |       |       |       |
|------------------------------|-----|------------------|-----------|----------|--------|--------|----------|------|-------|--------|--------|------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|
|                              |     |                  |           | 2007     | 2008E  | 2009E  | 2010E    | 2007 | 2008E | 2009E  | 2010E  | 2007 | 2008E | 2009E | 2010E | 2007   | 2008E | 2009E | 2010E | 2007    | 2008E | 2009E | 2010E |
| China Shpg Container Lines*  | CNY | 2866 hk equity   | 1.09      | 0.28     | 0.00   | (0.13) | 0.01     | 3.7  | 205.7 | (7.1)  | 74.1   | 0.4  | 0.3   | 0.4   | 0.4   | 9.4    | 0.2   | (5.4) | 0.6   | 3.9     | 0.1   | -     | 0.2   |
| Yang Ming                    | TWD | 2609 tt equity   | 9.20      | 2.36     | 0.55   | (0.68) | (0.71)   | 3.9  | 16.6  | (13.5) | (13.0) | 0.5  | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 12.9   | 1.9   | (7.4) | (5.2) | 9.9     | 2.8   | 1.0   | 1.0   |
| Hanjin                       | KRW | 000700 ks equity | 15,850.00 | 1,934.51 | 148.34 | 460.06 | 1,475.99 | 8.2  | 106.9 | 34.5   | 10.7   | 0.5  | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 5.7    | (1.2) | 2.1   | 5.4   | 6.3     | 4.73  | 3.9   | 3.9   |
| Evergreen                    | TWD | 2603 tt equity   | 12.95     | 3.53     | 0.40   | (0.22) | 0.11     | 3.7  | 32.1  | (59.4) | 117.7  | 0.6  | 0.6   | 0.6   | 0.6   | 16.3   | 1.4   | (1.5) | 1.3   | 13.1    | 1.5   | 1.9   | 1.4   |
| Wan Hai                      | TWD | 2615 tt equity   | 13.55     | 2.90     | 0.94   | 0.10   | 0.60     | 4.7  | 14.4  | 138.3  | 22.6   | 0.9  | 0.9   | 0.9   | 0.9   | 19.9   | 6.9   | 0.8   | 4.2   | 15.5    | 3.4   | 2.7   | 2.1   |
| Orient Overseas              | USD | 316 hk equity    | 2.30      | 4.07     | 0.37   | (0.04) | 0.07     | 0.6  | 6.3   | (60.4) | 35.3   | 0.3  | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 73.8   | 5.2   | (0.9) | 1.0   | 10.0    | 4.4   | 2.0   | 2.5   |
| Neptune Orient Lines Limited | USD | NOL SP Equity    | 0.67      | 0.06     | (0.16) | (0.05) | 0.04     | 11.8 | (4.2) | (14.8) | 15.5   | 0.4  | 0.4   | 0.4   | 0.4   | 3.2    | (7.1) | (0.8) | 8.5   | 21.0    | 2.2   | 2.4   | 3.0   |
| 平均值                          |     |                  |           | 5.2      | 54.0   | 2.5    | 37.6     | 0.5  | 0.5   | 0.5    | 0.5    | 20.2 | 1.0   | (1.9) | 2.2   | 11.4   | 2.7   | 2.0   | 2.0   | 11.4    | 2.7   | 2.0   | 2.0   |
| 中值                           |     |                  |           | 3.9      | 16.6   | (13.5) | 22.6     | 0.5  | 0.5   | 0.5    | 0.5    | 12.9 | 1.4   | (0.9) | 1.3   | 10.0   | 2.8   | 2.0   | 2.1   | 10.0    | 2.8   | 2.0   | 2.1   |
| Average                      |     |                  |           | 5.2      | 54.0   | 2.5    | 37.6     | 0.5  | 0.5   | 0.5    | 0.5    | 20.2 | 1.0   | (1.9) | 2.2   | 11.4   | 2.7   | 2.0   | 2.0   | 11.4    | 2.7   | 2.0   | 2.0   |

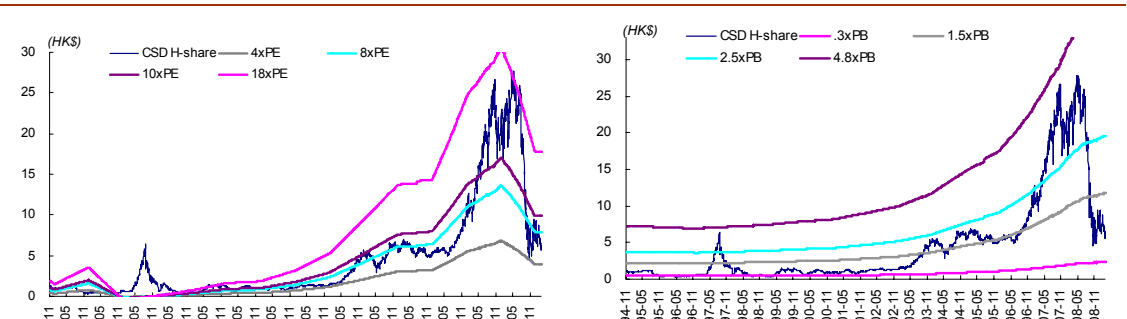
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图 9: 中海发展 A 股历史估值水平



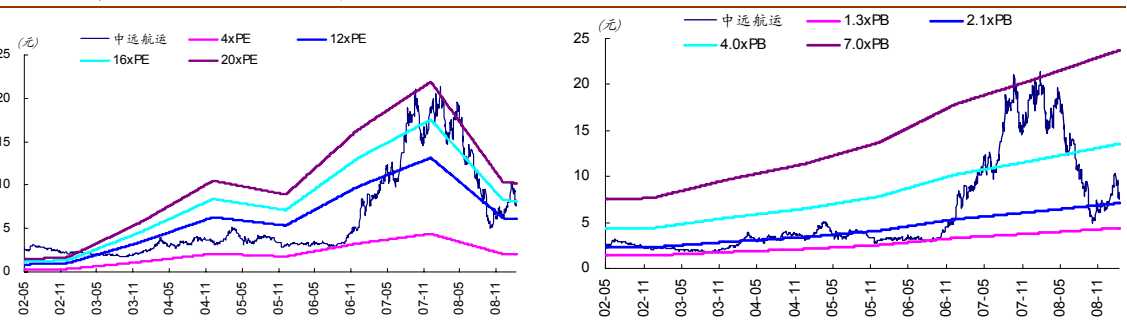
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图 10: 中海发展 H 股历史估值水平



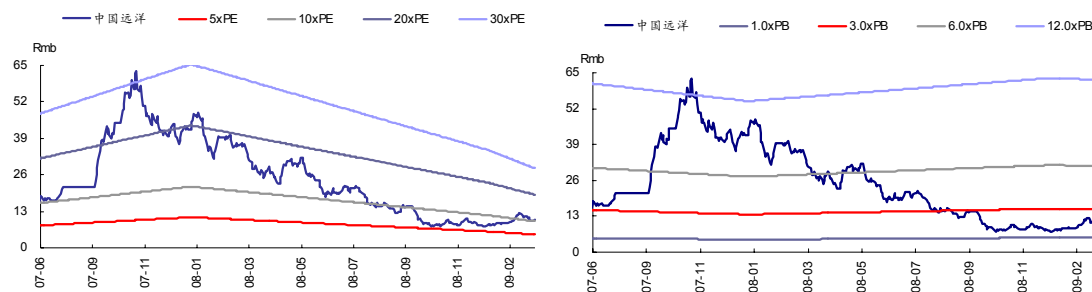
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图 11: 中远航运历史估值水平



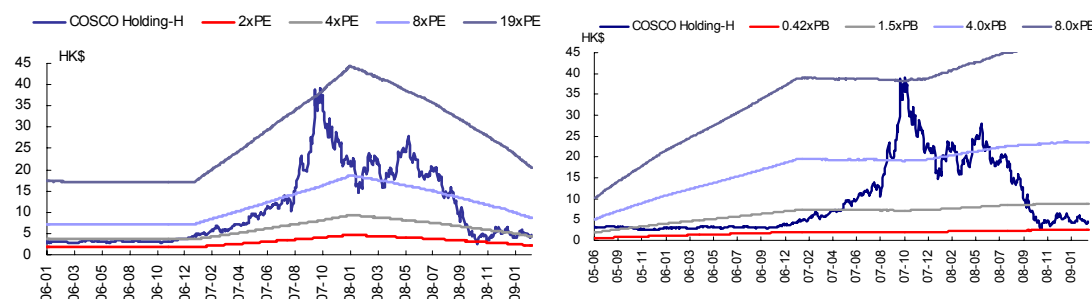
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图 12: 中国远洋 A 股历史估值水平



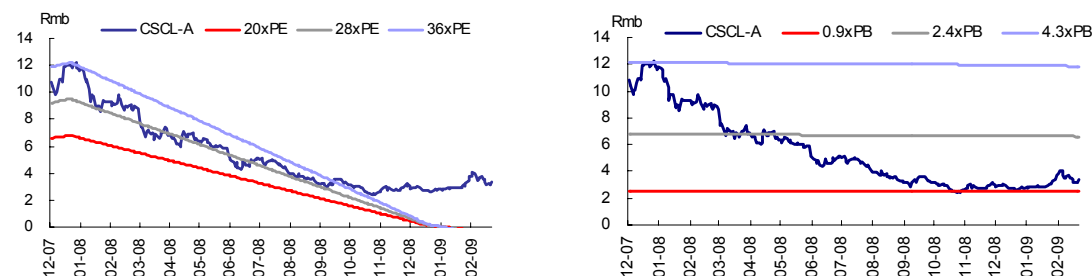
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图 13: 中国远洋 H 股历史估值水平



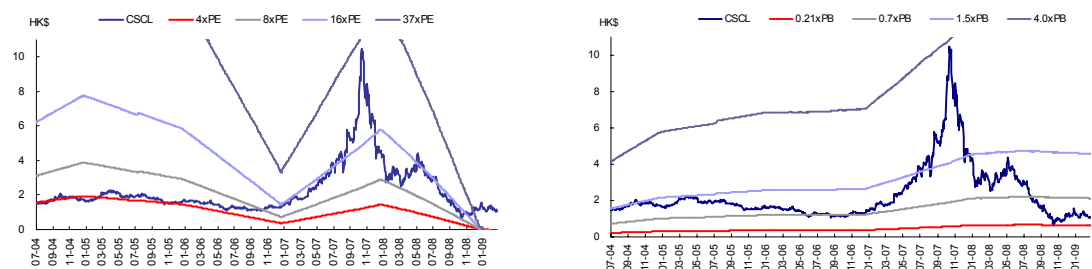
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图 14: 中海集运 A 股历史估值水平



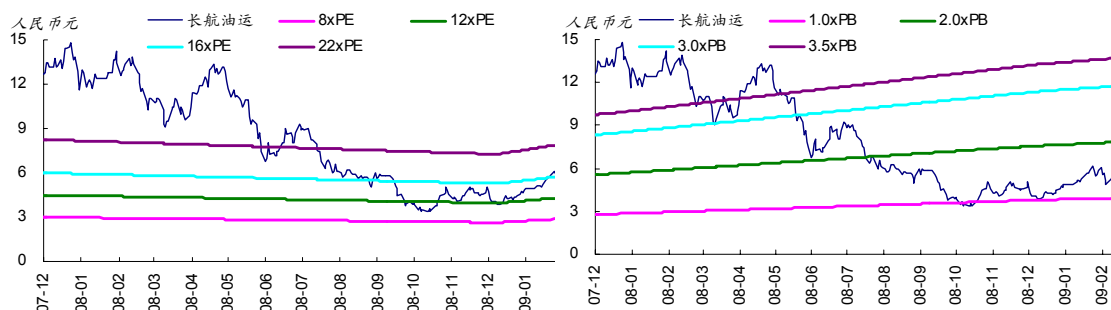
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图 15: 中海集运 H 股历史估值水平



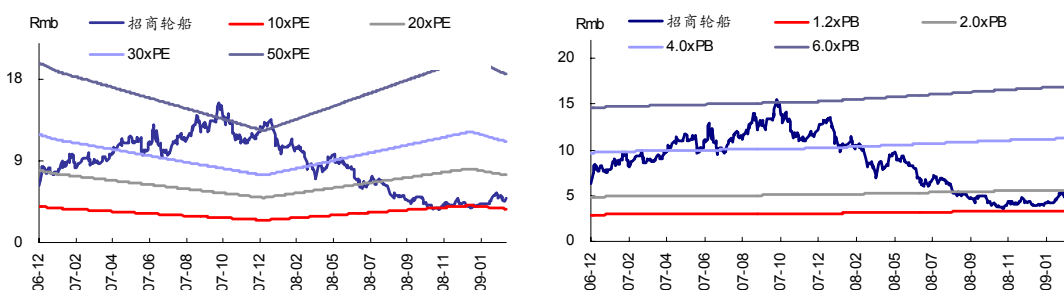
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图 16: 长航油运历史估值水平



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图 17: 招商轮船历史估值水平



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

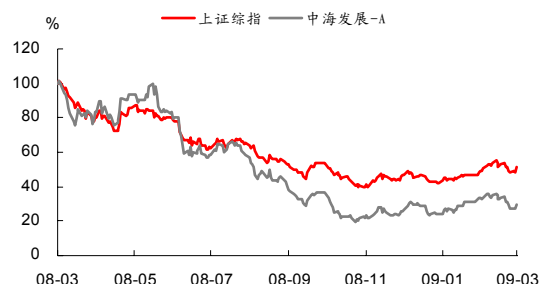
## 中海发展 (600026/10.35 元): 审慎推荐

业绩确定性强于其他航运公司, 估值有吸引力

图 18: 中海发展主要财务指标及近期股价表现

| (百万元)     | 2006  | 2007   | 2008E  | 2009E  | 2010E  |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 9,441 | 12,687 | 17,695 | 12,956 | 13,695 |
| (+/-%)    | 8.5   | 34.4   | 39.5   | (26.8) | 5.7    |
| 营业成本      | 5,946 | 7,339  | 10,501 | 9,465  | 10,148 |
| (+/-%)    | 15.8  | 23.4   | 43.1   | (9.9)  | 7.2    |
| 营业利润      | 3,127 | 4,953  | 6,210  | 2,679  | 2,750  |
| (+/-%)    | 2.1   | 58.4   | 25.4   | (56.9) | 2.6    |
| 净利润       | 2,771 | 4,596  | 5,437  | 2,954  | 3,015  |
| (+/-%)    | 2.1   | 65.8   | 18.3   | (45.7) | 2.1    |
| 每股收益(元)   | 0.83  | 1.35   | 1.5964 | 0.8673 | 0.8853 |
| (+/-%)    | 2.1   | 65.8   | 18.3   | (45.7) | 2.1    |
| A股市盈率     | 12.4  | 7.7    | 6.5    | 11.9   | 11.7   |
| H股市盈率     | 7.8   | 4.5    | 3.5    | 6.5    | 6.6    |
| A股市净率     | 2.7   | 2.1    | 1.7    | 1.6    | 1.4    |
| H股市净率     | 1.7   | 1.3    | 0.9    | 0.8    | 0.8    |
| 净资产收益率(%) | 22.1  | 28.6   | 26.8   | 13.1   | 12.1   |
| 股息收益率(%)  | 2.9   | 2.9    | 3.4    | 1.8    | 1.9    |

|              | H股                   | A股            |
|--------------|----------------------|---------------|
| 当前股价         | HK\$6.44             | Rmb10.35      |
| 股票代码         | 1138.HK              | 600026.CH     |
| 日成交量(百万股)    | 14.3                 | 48.4          |
| 总市值(百万元)     |                      | 29,181        |
| 52周A股最高价/最低价 | HKD29.35/4.32        | Rmb35.50/6.51 |
| 总股数(百万股)     |                      | 3,405         |
| 其中: 流通股(百万股) | 1,296                | 2,109         |
| 主要股东(持股比例)   | 中国海运(集团)总公司 (46.36%) |               |



资料来源: 公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

- ◆ **与其它航运公司相比, 公司业绩的确定性较强:** 每年初进行的电煤运价谈判即将结束, 合同价一旦确定, 公司约 50% 的业务收入 (其中 29% 来自内贸煤运, 18% 来自内贸油运) 将得以确定, 而免受市场运价波动的影响。
- ◆ **目前盈利预测主要假设:** 我们目前假设 09 年内贸煤的运价同比下降 45%, 运量下滑 5%, 2010 年平均运价下滑 30%; 对于外贸油运, 假设 09 年运价下滑 27%, 而货运周转量由于运力的迅速扩张可以实现 43% 的增长, 从而使得 09 年外贸油运收入同比增长 4%, 2010 年假设运价略微回升 5%, 周转量增长 39%; 对于外贸杂运, 目前假设 09 年运价大幅下滑 60%, 从而 09 年外贸杂运收入同比下滑 54%, 2010 年假设运价继续下滑 20%, 从而外贸杂运占公司收入比例从 08 年的 11% 下降到 6-7%。
- ◆ **燃油成本可能低于我们假设:** 我们目前假设 09 年燃油价格同比降低 35%, 大致相当于 WTI 为 70 点时的水平, 2010 年保持此水平。目前看来, 燃油成本有可能低于我们预计, 将使得公司 09 年业绩超出我们的预计。
- ◆ **盈利预测与弹性分析:** 基于上述运价和运量假设, 我们预计 08 至 2010 年的每股收益分别 1.60 元、0.87 元和 0.89 元; 公司 09 年业绩对内贸煤运运价、外贸油运运价和油价的敏感性分别为 1:0.9、1:1.0 和 1: 0.7。
- ◆ **H 股方面:** 公司目前 H 股 09 年市净率为 0.8 倍, 与中国远洋相当, 但是公司亏损的可能性极小, 业绩的确定性较强, 在 BDI 向下之时具备相对防御性, 因此我们维持“审慎推荐”的评级, 给予目标价 7.8 元 (09 年 1 倍市净率)。
- ◆ **A 股方面:** 公司目前 A 股 09 年市净率为 1.5 倍, 虽然高于国际油轮和干散货可比公司的估值, 但是在 A 股航运公司中仅略高于中海集运, 安全边际相对较高, 因此也可以适当进行区间交易。

表 10: 中海发展营业收入预测假设

|                        | 2005         | 2006         | 2007          | 2008E         | 2009E         | 2010E         |
|------------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>总收入(百万元)</b>        | <b>8,700</b> | <b>9,441</b> | <b>12,687</b> | <b>15,775</b> | <b>11,612</b> | <b>12,755</b> |
| (+/-)                  | 34%          | 9%           | 34%           | 24%           | -26%          | 10%           |
| 运输周转总量(十亿吨海里)          | 154          | 171          | 216           | 232           | 276           | 354           |
| (+/-)                  | 33%          | 11%          | 26%           | 7%            | 19%           | 28%           |
| 单位运价(元/千吨海里)           | 57           | 55           | 59            | 68            | 42            | 36            |
| (+/-)                  | 1%           | -3%          | 6%            | 16%           | -38%          | -14%          |
| <b>煤运总收入(百万元)</b>      | <b>3,096</b> | <b>3,513</b> | <b>5,474</b>  | <b>7,157</b>  | <b>3,754</b>  | <b>2,823</b>  |
| (+/-)                  | 56%          | 13%          | 56%           | 31%           | -48%          | -25%          |
| 煤运总周转量(十亿吨海里)          | 51           | 53           | 81            | 75            | 73            | 79            |
| (+/-)                  | 27%          | -7%          | 54%           | -7%           | -3%           | 7%            |
| 煤运综合平均运价(元/千吨海里)       | 61           | 67           | 67            | 95            | 51            | 36            |
| (+/-)                  | 32%          | 10%          | 1%            | 41%           | -46%          | -30%          |
| <b>内贸煤运收入(百万元)</b>     | <b>2,536</b> | <b>2,656</b> | <b>4,886</b>  | <b>6,970</b>  | <b>3,715</b>  | <b>2,790</b>  |
| (+/-)                  | 55%          | 5%           | 84%           | 43%           | -47%          | -25%          |
| 周转量(十亿吨海里)             | 44.3         | 44.1         | 73.6          | 71.6          | 69.4          | 74.5          |
| (+/-)                  | 17%          | 0%           | 67%           | -3%           | -3%           | 7%            |
| 平均运价(元/千吨海里)           | 57.2         | 60.2         | 66.4          | 97.3          | 53.5          | 37.5          |
| (+/-)                  | 32%          | 5%           | 10%           | 47%           | -45%          | -30%          |
| <b>外贸煤运收入(百万元)</b>     | <b>170</b>   | <b>236</b>   | <b>520</b>    | <b>187</b>    | <b>39</b>     | <b>33</b>     |
| (+/-)                  | 26%          | 38%          | 121%          | -64%          | -79%          | -16%          |
| 周转量(十亿吨海里)             | 6.7          | 8.5          | 7.7           | 3.7           | 3.9           | 4.1           |
| (+/-)                  | 22%          | 28%          | -10%          | -52%          | 5%            | 5%            |
| 平均运价(元/千吨海里)           | 25.5         | 27.6         | 67.6          | 50.7          | 10.1          | 8.1           |
| (+/-)                  | 3%           | 8%           | 145%          | -25%          | -80%          | -20%          |
| <b>油运总收入(百万元)</b>      | <b>4,682</b> | <b>5,439</b> | <b>5,003</b>  | <b>6,152</b>  | <b>6,456</b>  | <b>8,474</b>  |
| (+/-)                  | 25%          | 16%          | -8%           | 23%           | 5%            | 31%           |
| 油运总周转量(十亿吨海里)          | 80           | 92           | 97            | 104           | 142           | 191           |
| (+/-)                  | 51%          | 14%          | 6%            | 7%            | 37%           | 34%           |
| 综合平均运价(元/千吨海里)         | 59           | 59           | 51            | 59            | 45            | 44            |
| (+/-)                  | -17%         | 2%           | -13%          | 15%           | -23%          | -2%           |
| <b>外贸油运收入(百万元)</b>     | <b>2,515</b> | <b>3,206</b> | <b>2,737</b>  | <b>3,955</b>  | <b>4,129</b>  | <b>6,009</b>  |
| (+/-)                  | 46%          | 27%          | -15%          | 45%           | 4%            | 46%           |
| 周转量(十亿吨海里)             | 60.5         | 72.0         | 80.7          | 86.4          | 123.6         | 171.3         |
| (+/-)                  | 70%          | 19%          | 12%           | 7%            | 43%           | 39%           |
| 平均运价(元/千吨海里)           | 41.6         | 44.5         | 33.9          | 45.8          | 33.4          | 35.1          |
| (+/-)                  | -14%         | 7%           | -24%          | 35%           | -27%          | 5%            |
| <b>内贸油运收入(百万元)</b>     | <b>2,167</b> | <b>2,235</b> | <b>2,074</b>  | <b>2,197</b>  | <b>2,327</b>  | <b>2,465</b>  |
| (+/-)                  | 7%           | 3%           | -7%           | 6%            | 6%            | 6%            |
| 周转量(十亿吨海里)             | 19.6         | 19.5         | 16.5          | 17.6          | 18.9          | 20.2          |
| (+/-)                  | 13%          | 0%           | -16%          | 7%            | 7%            | 7%            |
| 平均运价(元/千吨海里)           | 110.8        | 114.5        | 125.8         | 124.6         | 123.3         | 122.1         |
| (+/-)                  | -5%          | 3%           | 10%           | -1%           | -1%           | -1%           |
| <b>其他干散货运费总收入(百万元)</b> | <b>927</b>   | <b>1,051</b> | <b>2,165</b>  | <b>2,466</b>  | <b>1,402</b>  | <b>1,458</b>  |
| (+/-)                  | 23%          | 13%          | 106%          | 14%           | -43%          | 4%            |
| 其他干散货总周转量(十亿吨海里)       | 23           | 27           | 38            | 53            | 60            | 83            |
| (+/-)                  | 15%          | 19%          | 40%           | 40%           | 13%           | 39%           |
| 综合平均运价(元/千吨海里)         | 41           | 39           | 57            | 47            | 23            | 17            |
| (+/-)                  | 7%           | -5%          | 47%           | -19%          | -50%          | -25%          |
| <b>外贸杂运收入(百万元)</b>     | <b>704</b>   | <b>794</b>   | <b>1,650</b>  | <b>1,875</b>  | <b>857</b>    | <b>985</b>    |
| (+/-)                  | 29%          | 13%          | 108%          | 14%           | -54%          | 15%           |
| 周转量(十亿吨海里)             | 19.4         | 23.0         | 29.9          | 45.3          | 51.8          | 74.4          |
| (+/-)                  | 16%          | 19%          | 30%           | 52%           | 14%           | 44%           |
| 平均运价(元/千吨海里)           | 36.3         | 34.5         | 55.2          | 41.4          | 16.5          | 13.2          |
| (+/-)                  | 11%          | -5%          | 60%           | -25%          | -60%          | -20%          |
| <b>内贸杂运收入(百万元)</b>     | <b>224</b>   | <b>259</b>   | <b>520</b>    | <b>591</b>    | <b>545</b>    | <b>473</b>    |
| (+/-)                  | 9%           | 16%          | 100%          | 14%           | -8%           | -13%          |
| 周转量(十亿吨海里)             | 3.3          | 4.0          | 8.0           | 7.7           | 8.4           | 9.1           |
| (+/-)                  | 11%          | 21%          | 100%          | -4%           | 9%            | 8%            |
| 平均运价(元/千吨海里)           | 67.6         | 64.9         | 65.0          | 76.7          | 65.2          | 52.1          |
| (+/-)                  | -1%          | -4%          | 0%            | 18%           | -15%          | -20%          |

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

表 11：中海发展营业成本预测假设

|              | 2005  | 2006  | 2007  | 2008E | 2009E | 2010E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 燃油成本(百万元)    | 1,941 | 1,360 | 2,956 | 3,779 | 2,771 | 3,204 |
| (+/-)        | 50%   | -30%  | 117%  | 28%   | -27%  | 16%   |
| 燃油价格(人民币/吨)  | 2,646 | 3,440 | 3,300 | 4,224 | 2,746 | 2,608 |
| (+/-)        | 29%   | 30%   | -4%   | 28%   | -35%  | -5%   |
| 千吨海里单位油耗(千克) | 4.77  | 4.66  | 4.14  | 3.85  | 3.66  | 3.47  |
| (+/-)        | -12%  | -2%   | -11%  | -7%   | -5%   | -5%   |
| 燃油消耗量(百万吨)   | 0.73  | 0.84  | 0.90  | 0.89  | 1.01  | 1.23  |
| (+/-)        | 17%   | 14%   | 7%    | 0%    | 13%   | 22%   |
| 折旧成本(百万元)    | 870   | 430   | 909   | 1,048 | 1,252 | 1,452 |
| (+/-)        | 26%   | -51%  | 111%  | 15%   | 19%   | 16%   |
| 工资及福利(百万元)   | 615   | 677   | 578   | 838   | 922   | 1,014 |
| (+/-)        | 20%   | 10%   | -15%  | 45%   | 10%   | 10%   |
| 港口费(百万元)     | 484   | 557   | 679   | 814   | 926   | 1,140 |
| (+/-)        | 9%    | 15%   | 22%   | 20%   | 14%   | 23%   |
| 修理费(百万元)     | 436   | 414   | 456   | 470   | 498   | 538   |
| (+/-)        | 27%   | -5%   | 10%   | 3%    | 6%    | 8%    |
| 营业成本(百万元)    | 5,135 | 4,266 | 7,339 | 8,773 | 8,256 | 9,301 |
| (+/-)        | 31%   | -17%  | 72%   | 20%   | -6%   | 13%   |
| 营业毛利(百万元)    | 3,381 | 3,317 | 5,100 | 6,849 | 3,238 | 3,281 |
| (+/-)        | 39%   | -2%   | 54%   | 34%   | -53%  | 1%    |

资料来源：公司数据、中金公司研究部

表 12：中海发展业绩敏感性

| (百万人民币)    |      | 2009E |        | 2010E |        |
|------------|------|-------|--------|-------|--------|
| 在目前假设基础上调整 |      | 净利润   | %      | 净利润   | %      |
| 09年燃油价格    | 10%  | 2,744 | -7.1%  | 2,771 | -8.1%  |
|            | 5%   | 2,849 | -3.6%  | 2,893 | -4.0%  |
|            | 0%   | 2,954 |        | 3,015 |        |
|            | -5%  | 3,059 | 3.6%   | 3,137 | 4.0%   |
|            | -10% | 3,165 | 7.1%   | 3,259 | 8.1%   |
| 09年内贸煤运价   | 10%  | 3,230 | 9.4%   | 2,806 | -6.9%  |
|            | 5%   | 3,092 | 4.7%   | 3,120 | 3.5%   |
|            | 0%   | 2,954 |        | 3,015 |        |
|            | -5%  | 2,703 | -4.7%  | 2,911 | -3.5%  |
| 09年外贸油运价   | -10% | 2,678 | -9.4%  | 2,806 | -6.9%  |
|            | 10%  | 3,261 | 10.4%  | 3,462 | 14.8%  |
|            | 5%   | 3,108 | 5.2%   | 3,238 | 7.4%   |
|            | 0%   | 2,954 |        | 3,015 |        |
|            | -5%  | 2,801 | -5.2%  | 2,792 | -7.4%  |
|            | -10% | 2,647 | -10.4% | 2,569 | -14.8% |

资料来源：公司数据、中金公司研究部

表 13: 中海发展主要财务数据

|                    | 2005   | 2006   | 2007   | 2008 E | 2009 E | 2010 E |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>损益表 (百万元)</b>   |        |        |        |        |        |        |
| 营业收入               | 8,700  | 9,441  | 12,687 | 17,695 | 12,956 | 13,695 |
| (+/-)              | 34%    | 9%     | 34%    | 39%    | -27%   | 6%     |
| 煤运收入               | 3,096  | 2,892  | 5,474  | 7,157  | 3,754  | 2,823  |
| (+/-)              | 56%    | -7%    | 89%    | 31%    | -48%   | -25%   |
| 油运收入               | 4,682  | 5,439  | 5,003  | 6,152  | 6,456  | 8,474  |
| (+/-)              | 25%    | 16%    | -8%    | 23%    | 5%     | 31%    |
| 减: 营业成本            | 5,135  | 5,946  | 7,339  | 10,501 | 9,465  | 10,148 |
| 营业毛利               | 3,381  | 3,317  | 5,100  | 6,849  | 3,238  | 3,281  |
| (+/-)              | 39%    | -2%    | 54%    | 34%    | -53%   | 1%     |
| 毛利率                | 39%    | 35%    | 40%    | 39%    | 25%    | 24%    |
| 减: 管理费用            | -242   | -184   | -165   | -167   | -187   | -196   |
| 财务费用               | -121   | -136   | -195   | -356   | -427   | -341   |
| 营业利润               | 3,062  | 3,127  | 4,953  | 6,210  | 2,679  | 2,750  |
| (+/-)              | 43%    | 2%     | 58%    | 25%    | -57%   | 3%     |
| 加: 投资收益            | 2      | 68     | 160    | 608    | 669    | 769    |
| 加: 营业外收支           | 106    | 178    | 425    | 416    | 460    | 460    |
| 利润总额               | 3,170  | 3,306  | 5,378  | 7,154  | 3,887  | 4,012  |
| (+/-)              | 44%    | 4%     | 63%    | 33%    | -46%   | 3%     |
| 减: 所得税             | 453    | 531    | 782    | 1,717  | 933    | 997    |
| 少数股东权益             | 3      | 3      | -      | -      | -      | -      |
| 净利润                | 2,714  | 2,771  | 4,596  | 5,437  | 2,954  | 3,015  |
| (+/-)              | 43%    | 2%     | 66%    | 18%    | -46%   | 2%     |
| 摊薄每股收益(元)          | 0.82   | 0.83   | 1.35   | 1.60   | 0.87   | 0.89   |
| (+/-)              | 43%    | 2%     | 62%    | 18%    | -46%   | 2%     |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> |        |        |        |        |        |        |
| 流动资产               | 1,839  | 2,312  | 2,420  | 4,668  | 6,659  | 5,280  |
| 总资产                | 13,252 | 16,950 | 23,607 | 29,947 | 36,914 | 39,061 |
| 流动负债               | 1,050  | 2,565  | 1,712  | 3,017  | 2,952  | 3,003  |
| 长期负债               | 1,466  | 1,830  | 5,725  | 6,516  | 11,241 | 10,982 |
| 总负债                | 2,515  | 4,395  | 7,438  | 9,533  | 14,193 | 13,985 |
| 净资产                | 10,711 | 12,556 | 16,072 | 20,317 | 22,623 | 24,977 |
| 负债及所有者权益           | 13,252 | 16,950 | 23,607 | 29,947 | 36,914 | 39,061 |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> |        |        |        |        |        |        |
| 经营活动现金流量净额         | 3,671  | 3,171  | 5,602  | 5,027  | 3,280  | 2,972  |
| 投资活动现金流量净额         | -2,516 | -4,207 | -6,967 | -3,593 | -4,602 | -3,252 |
| 自由现金流量             | 1,155  | -1,036 | -1,365 | 1,435  | -1,322 | -280   |
| 筹资活动现金流量净额         | -1,245 | 432    | 1,999  | 537    | 3,715  | -1,278 |
| <b>财务比率</b>        |        |        |        |        |        |        |
| <b>增长</b>          |        |        |        |        |        |        |
| 收入                 | 34%    | 9%     | 34%    | 39%    | -27%   | 6%     |
| 息税前利润              | 42%    | 3%     | 58%    | 28%    | -53%   | 0%     |
| 税前利润               | 44%    | 4%     | 63%    | 32%    | -46%   | 3%     |
| 净利润                | 43%    | 2%     | 66%    | 18%    | -46%   | 2%     |
| 摊薄每股盈利             | 43%    | 2%     | 62%    | 18%    | -46%   | 2%     |
| <b>利润率</b>         |        |        |        |        |        |        |
| 毛利率                | 41%    | 37%    | 42%    | 41%    | 27%    | 26%    |
| 息税前利润率             | 37%    | 35%    | 41%    | 37%    | 24%    | 23%    |
| 税前利润率              | 36%    | 35%    | 42%    | 40%    | 30%    | 29%    |
| 净利润率               | 31%    | 29%    | 36%    | 31%    | 23%    | 22%    |
| <b>资产周转比率</b>      |        |        |        |        |        |        |
| 总资产周转率             | 66%    | 56%    | 54%    | 59%    | 35%    | 35%    |
| 固定资产周转率            | 76%    | 69%    | 64%    | 73%    | 45%    | 42%    |
| <b>流动性比率</b>       |        |        |        |        |        |        |
| 现金比率               | 1.1    | 0.2    | 0.6    | 1.0    | 1.8    | 1.3    |
| 流动比率               | 1.8    | 0.9    | 1.4    | 1.5    | 2.3    | 1.8    |
| <b>杠杆比率</b>        |        |        |        |        |        |        |
| 净债务权益比率            | 4%     | 22%    | 20%    | 16%    | 3%     | 8%     |
| 资产负债率              | 19%    | 26%    | 32%    | 32%    | 39%    | 36%    |
| 息税前利润/净财务费用        | 26.2X  | 24.0X  | 26.4X  | 18.4X  | 7.3X   | 9.1X   |
| <b>杜邦分析</b>        |        |        |        |        |        |        |
| 净利润率               | 31%    | 29%    | 36%    | 31%    | 23%    | 22%    |
| 资产周转率              | 66%    | 56%    | 54%    | 59%    | 35%    | 35%    |
| 资产/股东权益            | 1.2    | 1.4    | 1.5    | 1.5    | 1.6    | 1.6    |
| 净资产回报率             | 25%    | 22%    | 29%    | 27%    | 13%    | 12%    |

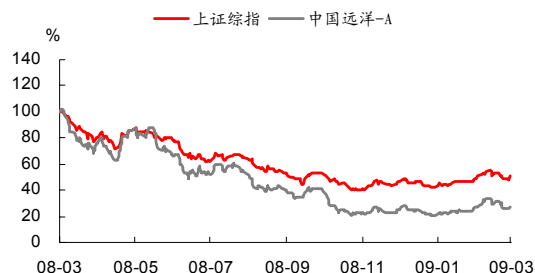
资料来源: 公司数据、中金公司研究部

## 中国远洋 (601919/10.52 元): 中性

08 年和 09 年一季度业绩将低于市场预期, 下调 09 年租船亏损额

图 19: 中国远洋主要财务指标及近期股价表现

| (人民币百万元)   | 2007   | 2008E   | 2009E   | 2010E  | H股         |                | A股            |
|------------|--------|---------|---------|--------|------------|----------------|---------------|
| 营业收入       | 93,880 | 101,073 | 65,066  | 69,880 | 股票代码       | 1919.HK        | 601919.CH     |
| (+/-%)     |        | 7.7     | -35.6   | 7.4    | 当前股价       | HK\$4.53       | CNY 10.52     |
| 营业成本       | 68,265 | 76,746  | 62,119  | 62,812 | 日成交量 (百万股) | 44.6           | 111.3         |
| (+/-%)     |        | 12.6    | -19.1   | 1.1    | 52周最高/最低   | HK\$28.20/2.55 | Rmb38.00/7.13 |
| 营业利润       | 24,226 | 16,065  | (804)   | 3,590  | 总市值 (百万元)  |                | 111,273       |
| (+/-%)     |        | -33.7   | -105.0  | -546.2 | 总股本 (百万股)  |                | 10,216        |
| 净利润        | 19,085 | 12,026  | (1,798) | 1,526  | 流通股本 (百万股) | 2,581          | 2,163         |
| (+/-%)     |        | -37.0   | -114.9  | -184.9 | 主要股东 (%)   |                | 中远集团 (53.57%) |
| 每股盈利 (元)   | 1.87   | 1.18    | (0.18)  | 0.15   |            |                |               |
| (+/-%)     |        | -37.0   | -114.9  | -184.9 |            |                |               |
| A股市盈率      | 5.6    | 8.9     | -59.8   | 70.4   |            |                |               |
| H股市盈率      | 2.2    | 3.3     | -22.2   | 27.4   |            |                |               |
| A股市净率      | 2.4    | 2.0     | 2.1     | 2.1    |            |                |               |
| H股市净率      | 0.9    | 0.7     | 0.8     | 0.8    |            |                |               |
| 净资产收益率 (%) | 42.5   | 22.4    | -3.6    | 3.0    |            |                |               |
| 股息收益率 (%)  | 3.4    | 2.2     | 0.0     | 0.0    |            |                |               |



资料来源: 公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

- ◆ **下调 09 年租入船带来的亏损, 原因在于:** 1) 对于租入的干散货船, 若 09 年的亏损可以确定, 这部分亏损将有可能确认在 08 年年报中而并不完全体现在 09 年业绩中。2) 我们预计在干散货市场低迷之际, 公司将会减少租船量, 以削减亏损和节省开支。我们目前假设 09 年的租船规模可能由 08 年的 2,000 万载重吨减少至 1,500 万载重吨, 而假设 2010 年进一步减少至 750 万吨。3) 09 年运价的持续走低, 使得公司有可能降低租入成本。基于以上假设我们将 09 年的租船业务从之前的亏损 104 亿元调整至亏损 14 亿元。调整后的预测假设相当于: 公司 09 年的租入船平均成本对应 BDI 点 3,000 点, 实现平均运价对应 BDI 点 2,500~3,000 点 (由于公司会尽量高位锁定高成本租入船)。而由于继续低价租入船, 公司 2010 年租船业务有可能出现盈利。
- ◆ **仍然预计自有船 09 年实现微利。** 预计公司自有船能在 BDI 为 1500 点左右时实现保本经营。在目前的盈利假设下, 自有船 09 年实现平均运价相当于 BDI 1500~2000 点, 2010 年相当于 BDI 为 1000~1500 点左右的水平。
- ◆ **预计 09 年集运业务出现亏损:** 我们对于公司 09 年集运运价的假设大致相当于公司在 2002 年的水平, 而集运货运量的同比增速则是 03 年以来最低点。在此假设之下, 预计 09 年平均运价将同比下滑 7%, 运量同比增长仅 3%。我们预计 09 年的集运业务录得主营业务亏损, 而 2010 年的集运业务将实现盈利。不过鉴于中国出口增速全年将现负增长, 美线谈判也可能调低 09 年运价, 因此集运业务的盈利存在下调风险。
- ◆ **基于上述判断, 我们预计 08 年每股收益为 1.18 元, 而将 09 年和 2010 年的每股收益分别由 -0.99 元和 -0.26 元上调至 -0.18 元和 +0.15 元。**
- ◆ **四季度亏损可能超出市场预期, 提示 08 年业绩风险。** 如前文所述, 我们预计公司四季度出现约 77 亿的亏损, 全年业绩为 120 亿, 大幅低于市场的预期, 年报业绩的公布将给股价带来压力。
- ◆ **由于我们并不看好 BDI 能持续反弹, 并且认为下半年运价指数有可能低于上半年, 因此我们也不看好中国远洋的短期走势。** 从估值来看, 目前 A 股和 H 股的 09 年市净率分别为 2.1 倍和 0.8 倍, 高于国际可比公司, 基于对其 08 年业绩低于市场预期和 BDI 反弹不可持续的判断, 我们认为目前股价缺乏吸引力。

表 14: 中国远洋盈利预测调整汇总

|                           | 2007   | 2008E  | 2009E   | 2010E   |
|---------------------------|--------|--------|---------|---------|
| <b>租入散货船平均租入成本 (美元/天)</b> |        |        |         |         |
| 调整后                       | 41,005 | 53,759 | 24,920  | 14,479  |
| 增长率 %                     |        | 31.1%  | -53.6%  | -41.9%  |
| 调整前                       | 39,621 | 53,759 | 44,768  | 16,147  |
| 增长率 %                     |        | 35.7%  | -16.7%  | -63.9%  |
| 调整幅度 %                    | 3.5%   | 0.0%   | -44.3%  | -10.3%  |
| <b>租入船有效运力 (百万载重吨)</b>    |        |        |         |         |
| 调整后                       | 20.1   | 20.1   | 15.1    | 7.5     |
| 增长率 %                     |        | 0.0%   | -24.9%  | -50.2%  |
| 调整前                       | 20.1   | 20.1   | 17.9    | 15.2    |
| 增长率 %                     |        | 0.0%   | -11.0%  | -15.2%  |
| 调整幅度 %                    | 0.0%   | 0.0%   | -15.6%  | -50.5%  |
| <b>租入散货船毛利 (百万人民币)</b>    |        |        |         |         |
| 调整后                       | 6,894  | 7,274  | -1,366  | 468     |
| 增长率 %                     |        | 5.5%   | -118.8% | 134.3%  |
| 调整前                       | 7,880  | 7,594  | -10,400 | 42      |
| 增长率 %                     |        | -3.6%  | -236.9% | 100.4%  |
| 调整幅度 %                    | -12.5% | -4.2%  | 86.9%   | 1003.1% |
| <b>主营业务利润 (百万人民币)</b>     |        |        |         |         |
| 调整后                       | 24,693 | 23,324 | 2,302   | 6,375   |
| 增长率 %                     |        | -5.5%  | -90.1%  | 177.0%  |
| 调整前                       | 24,693 | 23,807 | -7,437  | 2,389   |
| 增长率 %                     |        | -3.6%  | -131.2% | 132.1%  |
| 调整幅度 %                    | 0.0%   | -2.0%  | 130.9%  | 166.9%  |
| <b>净利润 (百万人民币)</b>        |        |        |         |         |
| 调整后                       | 19,085 | 12,026 | -1,798  | 1,526   |
| 增长率 %                     |        | -37.0% | -114.9% | 184.9%  |
| 调整前                       | 19,085 | 12,396 | -10,156 | -2,643  |
| 增长率 %                     |        | -35.0% | -181.9% | 74.0%   |
| 调整幅度 %                    | 0.0%   | -3.0%  | 82.3%   | 157.8%  |
| <b>摊薄每股收益 (元)</b>         |        |        |         |         |
| 调整后                       | 1.87   | 1.18   | (0.18)  | 0.15    |
| 增长率 %                     |        | -37.0% | -114.9% | 184.9%  |
| 调整前                       | 1.87   | 1.21   | (0.99)  | (0.26)  |
| 增长率 %                     |        | -35.0% | -181.9% | 74.0%   |
| 调整幅度 %                    | 0.0%   | -3.0%  | 82.3%   | 157.8%  |

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

表 15：中国远洋业绩对于散货和集运运价波动的敏感性

| (百万人民币)       |      | 2009E  |        | 2010E |        |
|---------------|------|--------|--------|-------|--------|
|               | 变化比率 | 净利润    | %      | 净利润   | %      |
| 09年干散货期租水平每变化 | 10%  | -247   | 86.3%  | 2,362 | 54.7%  |
|               | 5%   | -1,022 | 43.1%  | 1,944 | 27.4%  |
|               | 0%   | -1,798 |        | 1,526 |        |
|               | -5%  | -2,573 | -43.1% | 1,109 | -27.4% |
|               | -10% | -3,349 | -86.3% | 691   | -54.7% |

| (百万人民币)      |      | 2009E  |         | 2010E  |         |
|--------------|------|--------|---------|--------|---------|
|              | 变化比率 | 净利润    | %       | 净利润    | %       |
| 09年集运平均运价每变化 | 10%  | 2,241  | 224.7%  | 5,591  | -266.3% |
|              | 5%   | 222    | 112.3%  | 3,559  | -133.1% |
|              | 0%   | -1,798 |         | 1,526  |         |
|              | -5%  | -3,817 | -112.3% | -506   | 133.1%  |
|              | -10% | -5,837 | -224.7% | -2,538 | 266.3%  |

资料来源：公司数据、中金公司研究部

表 16：中国远洋干散货成本预测假设

| (人民币百万元)      | 2007          | 2008E         | 2009E         | 2010E         |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>整体航运成本</b> | <b>29,381</b> | <b>35,469</b> | <b>19,703</b> | <b>14,218</b> |
| (+/-%)        |               | 20.7%         | -44.4%        | -27.8%        |
| 经营租赁费用        | 21,338        | 25,714        | 9,015         | 2,649         |
| (+/-%)        |               | 20.5%         | -64.9%        | -70.6%        |
| 所占比例          | 72.6%         | 72.5%         | 45.8%         | 18.6%         |
| 折旧成本          | 2,411         | 2,507         | 2,953         | 3,522         |
| (+/-%)        |               | 4.0%          | 17.8%         | 19.3%         |
| 所占比例          | 8.2%          | 7.1%          | 15.0%         | 24.8%         |
| 航次成本          | 2,355         | 3,379         | 3,468         | 3,399         |
| (+/-%)        |               | 43.5%         | 2.6%          | -2.0%         |
| 所占比例          | 8.0%          | 9.5%          | 17.6%         | 23.9%         |
| 船员成本          | 1,412         | 1,668         | 1,839         | 2,003         |
| (+/-%)        |               | 18.1%         | 10.3%         | 8.9%          |
| 所占比例          | 4.8%          | 4.7%          | 9.3%          | 14.1%         |
| 其他成本          | 1,864         | 2,201         | 2,428         | 2,644         |
| (+/-%)        |               | 18.1%         | 10.3%         | 8.9%          |
| 所占比例          | 6.3%          | 6.2%          | 12.3%         | 18.6%         |

资料来源：公司数据、中金公司研究部

表 17: 中国远洋干散货收入预测假设

| 人民币百万            | 2007    | 2008E   | 2009E   | 2010E   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| 航运营业收入           | 48,764  | 55,105  | 18,932  | 13,398  |
| (+/-%)           | n.a     | 13%     | -66%    | -29%    |
| 航次成本             | 2,355   | 3,379   | 3,468   | 3,399   |
| 航运期租收入           | 44,714  | 51,726  | 15,464  | 9,998   |
| (+/-%)           | n.a     | 16%     | -70%    | -35%    |
| 整体船天数            | 137,642 | 142,405 | 128,936 | 106,270 |
| (+/-%)           | n.a     | 3%      | -9%     | -18%    |
| 平均期租水平 (美金/天)    | 44,501  | 54,133  | 17,535  | 13,345  |
| (+/-%)           | n.a     | 22%     | -68%    | -24%    |
| 航运营业成本           | 29,381  | 35,469  | 19,703  | 14,218  |
| (+/-%)           | n.a     | 21%     | -44%    | -28%    |
| 航运营业毛利           | 17,688  | 19,636  | -772    | -820    |
| (+/-%)           | n.a     | 11%     | -104%   | 6%      |
| 毛利率              | 40%     | 38%     | -5%     | -8%     |
| 归属母公司的净利润        | 17,512  | 13,766  | -626    | -485    |
|                  |         |         |         |         |
| 自有船舶整体期租收入       | 16,482  | 18,738  | 7,815   | 6,881   |
| (+/-%)           | n.a     | 14%     | -58%    | -12%    |
| 自有船舶船天数          | 66,357  | 71,120  | 76,048  | 80,318  |
| (+/-%)           | n.a     | 7%      | 7%      | 6%      |
| 自有船舶日租金水平 (美元/天) | 34,025  | 39,266  | 15,024  | 12,152  |
| (+/-%)           | n.a     | 15%     | -62%    | -19%    |
| 自有船舶整体成本         | 5,687   | 6,376   | 7,221   | 8,169   |
| (+/-%)           | n.a     | 12%     | 13%     | 13%     |
| 自有船舶日均成本 (美元/天)  | 11,741  | 13,361  | 13,882  | 14,427  |
| (+/-%)           | n.a     | 14%     | 4%      | 4%      |
| 自有船舶整体毛利         | 10,794  | 12,362  | 594     | -1,288  |
| (+/-%)           | n.a     | 15%     | -95%    | -317%   |
| 自有船舶毛利率          | 65%     | 66%     | 8%      | -19%    |
|                  |         |         |         |         |
| 租入船舶整体收入         | 28,232  | 32,988  | 7,649   | 3,117   |
| (+/-%)           | n.a     | 17%     | -77%    | -59%    |
| 租入船舶船天数          | 71,285  | 71,285  | 52,889  | 25,952  |
| (+/-%)           | n.a     | 0%      | -26%    | -51%    |
| 平均日租金水平 (美元/天)   | 54,253  | 68,966  | 21,145  | 17,038  |
| (+/-%)           | n.a     | 27%     | -69%    | -19%    |
| 租入船舶整体成本         | 21,338  | 25,714  | 9,015   | 2,649   |
| (+/-%)           | n.a     | 21%     | -65%    | -71%    |
| 租入船舶日均成本 (美元/天)  | 41,005  | 53,759  | 24,920  | 14,479  |
| (+/-%)           | n.a     | 31%     | -54%    | -42%    |
| 租入船舶整体毛利         | 6,894   | 7,274   | -1,366  | 468     |
| (+/-%)           | n.a     | 6%      | -119%   | -134%   |
| 租入船舶毛利率          | 24%     | 22%     | -18%    | 15%     |
|                  |         |         |         |         |
| 毛利占比             |         |         |         |         |
| 自有船舶             | 61%     | 63%     | -77%    | 157%    |
| 租入船舶             | 39%     | 37%     | 177%    | -57%    |

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

表 18：中国远洋集运收入预测假设

| (人民币百万元，除另注明)  | 2005          | 2006          | 2007          | 2008E         | 2009E         | 2010E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>集运业务收入</b>  | <b>32,506</b> | <b>34,909</b> | <b>40,959</b> | <b>41,069</b> | <b>40,274</b> | <b>49,646</b> |
| (+/-)          |               | 7%            | 17%           | 0%            | -2%           | 23%           |
| 年底运力(千Teu)     | 322           | 399           | 435           | 510           | 572           | 658           |
| (+/-)          |               | 24%           | 9%            | 17%           | 12%           | 15%           |
| 有效运力(千Teu)     | n.a           | 358           | 411           | 473           | 546           | 647           |
| (+/-)          |               |               | 15%           | 15%           | 16%           | 18%           |
| 运量(千Teu)       | 4,535         | 5,111         | 5,709         | 6,097         | 6,261         | 7,056         |
| (+/-)          |               | 13%           | 12%           | 7%            | 3%            | 13%           |
| 平均运价(元/Teu)    | 6,974         | 6,487         | 6,874         | 6,515         | 6,206         | 6,825         |
| (+/-)          |               | -7%           | 6%            | -5%           | -5%           | 10%           |
| 平均运价(US\$/Teu) | 864           | 831           | 942           | 971           | 907           | 968           |
| (+/-)          |               | -4%           | 13%           | 3%            | -7%           | 7%            |
| <b>集运业务成本</b>  | <b>25,263</b> | <b>31,580</b> | <b>37,116</b> | <b>39,979</b> | <b>40,867</b> | <b>46,885</b> |
| (+/-)          |               | 25%           | 18%           | 8%            | 2%            | 15%           |
| <b>集运毛利</b>    | <b>7,243</b>  | <b>3,329</b>  | <b>3,843</b>  | <b>1,090</b>  | <b>-593</b>   | <b>2,761</b>  |
| (+/-)          |               | -54%          | 15%           | -72%          | -154%         | -565%         |
| 利润率%           | 22.3%         | 9.5%          | 9.4%          | 2.7%          | -1.5%         | 5.6%          |

资料来源：公司数据、中金公司研究部

表 19：中国远洋集运成本预测假设

| (百万元人民币)           | 2005          | 2006          | 2007          | 2008E         | 2009E         | 2010E         |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>集运总成本</b>       | <b>25,263</b> | <b>31,580</b> | <b>37,116</b> | <b>39,979</b> | <b>40,867</b> | <b>46,885</b> |
| (+/-)              | 10%           | 25%           | 18%           | 8%            | 2%            | 15%           |
| <b>集装箱及货物运输成本</b>  | 13,144        | 15,885        | 18,499        | 20,083        | 21,647        | 25,126        |
| (+/-)              | -2%           | 21%           | 16%           | 9%            | 8%            | 16%           |
| <b>航程成本</b>        | 6,629         | 9,377         | 10,861        | 12,292        | 11,081        | 12,259        |
| (+/-)              | 52%           | 41%           | 16%           | 13%           | -10%          | 11%           |
| <b>船舶支出</b>        | 4,285         | 5,114         | 5,705         | 6,170         | 6,667         | 7,983         |
| (+/-)              | 19%           | 19%           | 12%           | 8%            | 8%            | 20%           |
| <b>集运毛利</b>        | <b>7,243</b>  | <b>3,329</b>  | <b>3,843</b>  | <b>1,090</b>  | <b>(593)</b>  | <b>2,761</b>  |
| (+/-)              | 46%           | -54%          | 15%           | -72%          | -154%         | -565%         |
| <b>主要假设</b>        |               |               |               |               |               |               |
| 单箱货物费 (US\$/TEU)   | 153           | 164           | 175           | 184           | 184           | 184           |
| (+/-)              | -11%          | 7%            | 7%            | 5%            | 0%            | 0%            |
| 单位中转费 (US\$/TEU)   | 78            | 111           | 134           | 150           | 157           | 164           |
| (+/-)              | -35%          | 43%           | 21%           | 12%           | 5%            | 5%            |
| 单船港口费 (Mn US\$)    | 2             | 2             | 3             | 3             | 3             | 3             |
| (+/-)              | 30%           | 17%           | 19%           | 10%           | 5%            | 5%            |
| 单位燃油价格 (US\$/吨)    | 284           | 345           | 383           | 460           | 368           | 349           |
| (+/-)              | 45%           | 22%           | 11%           | 20%           | -20%          | -5%           |
| 单位船舶租金 (人民币千元/TEU) | 15            | 13            | 14            | 14            | 14            | 14            |
| (+/-)              |               | -14%          | 10%           | 1%            | 0%            | 2%            |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

表 20: 中国远洋主要财务数据

|                    | 2007    | 2008E   | 2009E   | 2010E  |
|--------------------|---------|---------|---------|--------|
| <b>损益表 (百万元)</b>   |         |         |         |        |
| 营业收入               | 93,880  | 101,073 | 65,066  | 69,880 |
| (+/-)              | 47%     | 8%      | -36%    | 7%     |
| 干散货运输              | 49,621  | 55,988  | 19,841  | 14,334 |
| (+/-)              | 80%     | 13%     | -65%    | -28%   |
| 集装箱航运及相关业务         | 40,959  | 41,069  | 40,274  | 49,646 |
| (+/-)              | 17%     | 0%      | -2%     | 23%    |
| 集装箱码头及相关业务         | 339     | 358     | 511     | 610    |
| (+/-)              | 50%     | 6%      | 43%     | 19%    |
| 集装箱租赁              | 1,952   | 2,397   | 2,898   | 3,529  |
| (+/-)              | -16%    | 23%     | 21%     | 22%    |
| 物流业务               | 2,322   | 2,956   | 3,589   | 4,233  |
| (+/-)              | 14%     | 27%     | 21%     | 18%    |
| 营业毛利               | 24,693  | 23,324  | 2,302   | 6,375  |
| (+/-)              | 118%    | -6%     | -90%    | 177%   |
| 毛利率                | 26%     | 23%     | 4%      | 9%     |
| 干散货运输              | 19,647  | 20,519  | 137     | 116    |
| (+/-)              | 171%    | 4%      | -99%    | -15%   |
| 集装箱航运及相关业务         | 3,843   | 1,090   | -593    | 2,761  |
| (+/-)              | 15%     | -72%    | -154%   | -565%  |
| 集装箱码头及相关业务         | 146     | 187     | 296     | 339    |
| (+/-)              | 31%     | 28%     | 58%     | 15%    |
| 集装箱租赁              | 935     | 1,333   | 1,648   | 2,128  |
| (+/-)              | -30%    | 43%     | 24%     | 29%    |
| 物流业务               | 993     | 1,199   | 1,460   | 1,724  |
| (+/-)              | 21%     | 21%     | 22%     | 18%    |
| 减: 管理费用            | 4,916   | 4,820   | 4,772   | 4,725  |
| 财务费用               | 1,245   | 1,017   | 1,085   | 1,323  |
| 加: 投资收益            | 4,115   | 3,663   | 2,840   | 3,357  |
| 营业利润               | 24,226  | 16,065  | -804    | 3,590  |
| (+/-)              | 170%    | -34%    | -105%   | -546%  |
| 加: 营业外收支           | 1,179   | 930     | 850     | 850    |
| 利润总额               | 25,406  | 16,995  | 46      | 4,440  |
| (+/-)              | 142%    | -33%    | -100%   | 9655%  |
| 减: 所得税             | 4,552   | 3,390   | -       | 886    |
| 净利润                | 19,085  | 12,026  | -1,798  | 1,526  |
| (+/-)              | 152%    | -37%    | -115%   | -185%  |
| 净利润率               | 20%     | 12%     | -3%     | 2%     |
| 扣除非经常性损益后的净利润      | 4,284   | 16,693  | -2,131  | 1,193  |
| (+/-)              | 394%    | 290%    | -113%   | -156%  |
| 少数股东权益             | 1,744   | 1,578   | 1,843   | 2,028  |
| 摊薄每股盈利             | 1.87    | 1.18    | -0.18   | 0.15   |
| (+/-)              | 108%    | -37%    | -115%   | -185%  |
| 摊薄每股净资产            | 4.40    | 5.26    | 4.92    | 5.06   |
| (+/-)              | 26%     | 20%     | -6%     | 3%     |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> |         |         |         |        |
| 经营活动现金流量净额         | 22,683  | 8,379   | 7,491   | 5,902  |
| 投资活动现金流量净额         | -19,252 | -13,301 | -15,109 | -7,702 |
| 筹资活动现金流量净额         | 23,946  | 1,876   | 4,274   | -3,588 |
| 净现金流入(出)           | 26,360  | -3,046  | -3,345  | -5,388 |
| <b>财务比率</b>        |         |         |         |        |
| <b>增长</b>          |         |         |         |        |
| 收入                 | 47%     | 8%      | -36%    | 7%     |
| 营业利润               | 170%    | -34%    | -105%   | 1654%  |
| 税前利润               | 142%    | -33%    | -100%   | 9655%  |
| 净利润                | 152%    | -37%    | -115%   | -185%  |
| 摊薄每股盈利             | 108%    | -37%    | -115%   | -185%  |
| <b>利润率</b>         |         |         |         |        |
| 毛利率                | 26%     | 23%     | 4%      | 9%     |
| 营业利润率              | 26%     | 16%     | -1%     | 7%     |
| 税前利润率              | 27%     | 17%     | 0%      | 6%     |
| 净利润率               | 20%     | 12%     | -3%     | 2%     |
| <b>杠杆比率</b>        |         |         |         |        |
| 净债务权益比率            | -39%    | -16%    | 4%      | 10%    |
| 资产负债率              | 52%     | 50%     | 52%     | 50%    |
| 息税前利润/净财务费用        | -17.7X  | -14.8X  | 1.7X    | -1.7X  |
| <b>杜邦分析</b>        |         |         |         |        |
| 净利润率               | 20%     | 12%     | -3%     | 2%     |
| 资产周转率              | 83%     | 79%     | 49%     | 53%    |
| 资产/股东权益            | 2.5     | 2.4     | 2.6     | 2.6    |
| 净资产回报率             | 42%     | 22%     | -4%     | 3%     |

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

## 中海集运 (601866/3.36 元): 中性

集运运价跌至历史最低水平, 业绩风险较大, 下调盈利预测

图 20: 中海集运主要财务指标及近期股价表现

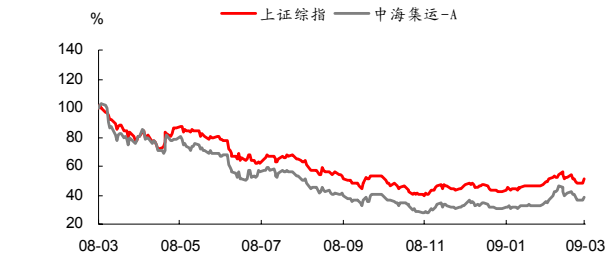
| (百万元)     | 2006   | 2007   | 2008E  | 2009E    | 2010E   | H股           |                    | A股           |
|-----------|--------|--------|--------|----------|---------|--------------|--------------------|--------------|
| 营业收入      | 30,908 | 39,134 | 37,191 | 36,431   | 41,972  | 当前股价         | 港币1.09             | 人民币3.36      |
| (+/-%)    | 8.0    | 26.6   | (5.0)  | (2.0)    | 15.2    | 股票代码         | 2866.HK            | 601866.CH    |
| 营业毛利      | 1,901  | 5,116  | 896    | (685)    | 1,040   | 日成交量(百万股)    | 41.1               | 59.4         |
| (+/-%)    | (61.3) | 169.1  | (82.5) | (176.5)  | (251.8) | 52周最高价/最低价   | 港币4.60/0.65        | 人民币9.25/2.36 |
| 营业利润      | 894    | 3,913  | 59     | (1570)   | 144     | 总市值(百万人民币)   |                    | 30,256       |
| (+/-%)    | (77.6) | 337.8  | (98.5) | (2741.3) | (109.1) | 总股数(百万股)     |                    | 11,683       |
| 净利润       | 669    | 3,324  | 53     | (1557)   | 156     | 其中: 流通股(百万股) | 3,751              | 2,337        |
| (+/-%)    | (80.2) | 396.7  | (98.4) | (3016.7) | (110.0) | 主要股东(持股比例)   | 中国海运(集团)公司(47.89%) |              |
| 每股收益(元)   | 0.07   | 0.28   | 0.00   | (0.13)   | 0.01    |              |                    |              |
| (+/-%)    | (74.4) | 284.5  | (98.4) | (3016.7) | 110.0   |              |                    |              |
| 市盈率-A     | 45.4   | 11.8   | n.a    | n.a      | n.a     |              |                    |              |
| 市净率-A     | 1.3    | 1.2    | 1.2    | 1.3      | 1.3     |              |                    |              |
| 市净率-H     | 0.4    | 0.4    | 0.3    | 0.4      | 0.4     |              |                    |              |
| 净负债权益比(%) | 27.4   | (30.0) | (19.0) | (15.6)   | (20.6)  |              |                    |              |
| 资产收益率(%)  | 2.2    | 6.9    | 0.1    | (3.7)    | 0.4     |              |                    |              |
| 净资产收益率(%) | 4.1    | 10.2   | 0.2    | (5.0)    | 0.5     |              |                    |              |
| 股息收益率(%)  | 0.0    | 4.6    | 0.0    | 0.0      | 0.1     |              |                    |              |

%

— 上证综指 — 中海集运-A

140  
120  
100  
80  
60  
40  
20

08-03 08-05 08-07 08-09 08-11 09-01 09-03



资料来源: 公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

- ◆ 集运运价已下跌至历史最低水平。1 月份的中国出口集装箱运价指数和 Clarkson 统计的全球集装箱期租水平都创出了 99 年以来的最低点, 已低于 02 年和 99 年时的运价水平。
- ◆ 中国出口表现低于之前预期, 下调集运运量的假设: 由于中金宏观组将 09 年全年出口增速由 -3.5% 下调至 -5.5%, 我们也随之下调公司集运运量的假设。我们目前分别将公司 08 至 2010 年的运量小幅下调 1% 左右。其中, 预计太平洋和欧亚航线的运量在 09 年大幅下滑 10% 和 7%, 而公司的运力调配将使得国内航线和亚太运量能维持增长。不过国内航线和亚太航线的单箱运价较低, 因此国内和亚太航线的运量增长不能扭转总体收入的下滑趋势。
- ◆ 调整后公司 08 年净利润为 5300 万元, 全年各季度业绩连续出现环比下滑: 一季度和二季度的净利润分别为 4.8 亿和 2.1 亿, 而三季度首次出现亏损 2.7 亿。而我们预计四季度净亏损将扩大至 3.7 亿元。
- ◆ 目前我们预计 09 年的净亏损为 15.6 亿元。而 2010 年能实现微利 1.5 亿元。09 年业绩预测低于市场预期。
- ◆ 提示“卖出”机会: 由于集运行业跌至历史低谷, 目前距离反转尚有距离, 预计随着集运公司的年报业绩低于预期, 09 年一二季度业绩继续亏损且环比下滑, 集运公司估值将继续探底。

表 21: 中海集运主要盈利预测调整

|              | 2008E  | 2009E  | 2010E  |
|--------------|--------|--------|--------|
| 运量 (Th TEU)  |        |        |        |
| 调整后          | 7,696  | 7,815  | 8,584  |
| 调整前          | 7,749  | 7,910  | 8,687  |
| 调整比例         | -0.7%  | -1.2%  | -1.2%  |
| 毛利 (Rmb mn)  |        |        |        |
| 调整后          | 896    | (685)  | 1,040  |
| 调整前          | 1,023  | (573)  | 1,185  |
| 调整比例         | -12.4% | -19.6% | -12.3% |
| 净利润 (Rmb mn) |        |        |        |
| 调整后          | 53     | (1557) | 156    |
| 调整前          | 155    | (1091) | 237    |
| 调整比例         | -65.6% | -42.7% | -34.2% |
| 每股盈利 (Rmb)   |        |        |        |
| 调整后          | 0.00   | (0.13) | 0.01   |
| 调整前          | 0.01   | (0.09) | 0.02   |
| 调整比例         | -65.6% | -42.7% | -34.2% |

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

表 22: 中海集运业绩对运价和油价的敏感性

|                 |      | 2009E                      |           | 2010E                      |           |
|-----------------|------|----------------------------|-----------|----------------------------|-----------|
|                 |      | 归属母公司所有者<br>的损益<br>(人民币百万) | 变化比例<br>% | 归属母公司所有者<br>的损益<br>(人民币百万) | 变化比例<br>% |
| 09年单位运价每<br>变动: | 5%   | 253.6                      | 116%      | 2,268                      | 1356%     |
|                 | 1%   | (1,195)                    | 23%       | 578                        | 271%      |
|                 | 0%   | (1,557)                    |           | 156                        |           |
|                 | -1%  | (1,919)                    | -23%      | (267)                      | -271%     |
|                 | -5%  | (3,368)                    | -116%     | (1,957)                    | -1356%    |
| 09年单位油价每<br>变动: | 10%  | (2,199)                    | -41%      | (488)                      | -413%     |
|                 | 5%   | (1,878)                    | -21%      | (166)                      | -207%     |
|                 | 0%   | (1,557)                    |           | 156                        |           |
|                 | -5%  | (1,236)                    | 21%       | 478                        | 207%      |
|                 | -10% | (915)                      | 41%       | 800                        | 413%      |

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

表 23：中海集运主要成本假设

| (人民币百万)           | 2006          | 2007          | 2008E         | 2009E         | 2010E         |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业成本</b>       | <b>28,818</b> | <b>33,777</b> | <b>36,067</b> | <b>36,892</b> | <b>40,675</b> |
| <b>(+/-)</b>      | <b>22%</b>    | <b>17%</b>    | <b>7%</b>     | <b>2%</b>     | <b>10%</b>    |
| <b>包括:</b>        |               |               |               |               |               |
| 集装箱及货物费           | 14,446        | 17,079        | 15,490        | 17,079        | 19,102        |
| <b>(+/-)</b>      | <b>34%</b>    | <b>18%</b>    | <b>-9%</b>    | <b>10%</b>    | <b>12%</b>    |
| 重空箱装卸费            | 9,549         | 10,724        | 8,131         | 8,585         | 9,913         |
| <b>(+/-)</b>      | <b>44%</b>    | <b>12%</b>    | <b>-24%</b>   | <b>6%</b>     | <b>15%</b>    |
| 港口使用费             | 2,470         | 2,904         | 2,923         | 3,397         | 3,812         |
| <b>(+/-)</b>      | <b>18%</b>    | <b>18%</b>    | <b>1%</b>     | <b>16%</b>    | <b>12%</b>    |
| 集装箱固定费用           | 2,427         | 3,450         | 4,435         | 5,097         | 5,376         |
| <b>(+/-)</b>      | <b>18%</b>    | <b>42%</b>    | <b>29%</b>    | <b>15%</b>    | <b>5%</b>     |
| 船舶及航程成本           | 10,413        | 12,584        | 14,016        | 12,457        | 12,552        |
| <b>(+/-)</b>      | <b>22%</b>    | <b>21%</b>    | <b>11%</b>    | <b>-11%</b>   | <b>1%</b>     |
| 燃油成本              | 6,598         | 7,655         | 8,335         | 6,419         | 6,351         |
| <b>(+/-)</b>      | <b>46%</b>    | <b>16%</b>    | <b>9%</b>     | <b>-23%</b>   | <b>-1%</b>    |
| 折旧成本              | 1,164         | 1,256         | 1,457         | 1,610         | 1,699         |
| <b>(+/-)</b>      | <b>33%</b>    | <b>8%</b>     | <b>16%</b>    | <b>11%</b>    | <b>6%</b>     |
| 经营租赁              | 2,986         | 3,737         | 4,224         | 4,428         | 4,502         |
| <b>(+/-)</b>      | <b>0%</b>     | <b>25%</b>    | <b>13%</b>    | <b>5%</b>     | <b>2%</b>     |
| 支线及其他成本           | 3,959         | 4,114         | 6,784         | 7,584         | 9,273         |
| <b>(+/-)</b>      | <b>-7%</b>    | <b>4%</b>     | <b>65%</b>    | <b>12%</b>    | <b>22%</b>    |
| <b>营业毛利</b>       | <b>1,901</b>  | <b>5,116</b>  | <b>896</b>    | <b>(685)</b>  | <b>1,040</b>  |
| <b>(+/-)</b>      | <b>-61%</b>   | <b>169%</b>   | <b>-82%</b>   | <b>-176%</b>  | <b>-252%</b>  |
| <b>营业成本主要假设</b>   |               |               |               |               |               |
| 单箱装卸费 (US\$/TEU)  | 181           | 156           | 157           | 161           | 164           |
| <b>(+/-)</b>      | <b>4%</b>     | <b>-14%</b>   | <b>1%</b>     | <b>2%</b>     | <b>2%</b>     |
| 单船港口使费 (US\$/TEU) | 2.0           | 2.5           | 2.7           | 2.9           | 3.1           |
| <b>(+/-)</b>      | <b>12%</b>    | <b>26%</b>    | <b>8%</b>     | <b>7%</b>     | <b>7%</b>     |
| 单箱消耗燃油 (kg)       | 421           | 383           | 349           | 325           | 299           |
| <b>(+/-)</b>      | <b>-8%</b>    | <b>-9%</b>    | <b>-9%</b>    | <b>-7%</b>    | <b>-8%</b>    |
| 燃油价格 (US\$/ton)   | 330           | 483           | 463           | 370           | 352           |
| <b>(+/-)</b>      | <b>30%</b>    | <b>47%</b>    | <b>-4%</b>    | <b>-20%</b>   | <b>-5%</b>    |
| 单箱支线成本 (US\$/TEU) | 121           | 125           | 131           | 142           | 153           |
| <b>(+/-)</b>      | <b>-11%</b>   | <b>4%</b>     | <b>5%</b>     | <b>8%</b>     | <b>8%</b>     |

资料来源：公司数据、中金公司研究部

表 24: 中海集运运营数据及收入假设

|                         | 2005          | 2006          | 2007          | 2008E         | 2009E         | 2010E         |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>分市场货运量 (000 TEU)</b> |               |               |               |               |               |               |
| 太平洋航线                   | 1,092         | 1,433         | 1,628         | 1,481         | 1,339         | 1,436         |
| (YoY%)                  | 22%           | 31%           | 14%           | -9%           | -10%          | 7%            |
| 亚欧航线                    | 1,219         | 1,352         | 1,458         | 1,380         | 1,287         | 1,389         |
| (YoY%)                  | 38%           | 11%           | 8%            | -5%           | -7%           | 8%            |
| 亚太航线                    | 766           | 1,022         | 1,233         | 1,578         | 1,783         | 2,015         |
| (YoY%)                  | 18%           | 33%           | 21%           | 28%           | 13%           | 13%           |
| 中国国内                    | 1,402         | 1,713         | 2,749         | 3,024         | 3,175         | 3,493         |
| (YoY%)                  | 27%           | 22%           | 61%           | 10%           | 5%            | 10%           |
| 其他航线                    | 117           | 139           | 231           | 233           | 231           | 251           |
| (YoY%)                  | -4%           | 19%           | 66%           | 1%            | -1%           | 9%            |
| <b>总计</b>               | <b>4,597</b>  | <b>5,658</b>  | <b>7,299</b>  | <b>7,696</b>  | <b>7,815</b>  | <b>8,584</b>  |
| (YoY%)                  | <b>26%</b>    | <b>23%</b>    | <b>29%</b>    | <b>5%</b>     | <b>2%</b>     | <b>10%</b>    |
| <b>平均运费 (人民币/TEU)</b>   |               |               |               |               |               |               |
| 太平洋航线                   | 10,127        | 9,417         | 8,636         | 7,764         | 7,291         | 7,565         |
| (YoY%)                  | 4%            | -7%           | -8%           | -10%          | -6%           | 4%            |
| 亚欧航线                    | 8,507         | 6,363         | 8,788         | 7,979         | 7,901         | 8,196         |
| (YoY%)                  | -3%           | -25%          | 38%           | -9%           | -1%           | 4%            |
| 亚太航线                    | 4,093         | 3,887         | 4,493         | 3,717         | 3,600         | 3,970         |
| (YoY%)                  | -3%           | -5%           | 16%           | -17%          | -3%           | 10%           |
| 中国国内                    | 1,383         | 1,413         | 1,568         | 2,038         | 2,292         | 2,407         |
| (YoY%)                  | -9%           | 2%            | 11%           | 30%           | 13%           | 5%            |
| 其他航线                    | 15,920        | 14,516        | 9,121         | 10,061        | 11,076        | 11,987        |
| (YoY%)                  | 33%           | -9%           | -37%          | 10%           | 10%           | 8%            |
| <b>总平均 (人民币/TEU)</b>    | <b>6,172</b>  | <b>5,391</b>  | <b>5,319</b>  | <b>4,792</b>  | <b>4,630</b>  | <b>4,854</b>  |
| (YoY%)                  | <b>1%</b>     | <b>-13%</b>   | <b>-1%</b>    | <b>-10%</b>   | <b>-3%</b>    | <b>5%</b>     |
| <b>平均运费 (美金/TEU)</b>    |               |               |               |               |               |               |
| 太平洋航线                   | 1,239         | 1,207         | 1,183         | 1,157         | 1,066         | 1,073         |
| (YoY%)                  | 5%            | -3%           | -2%           | -2%           | -8%           | 1%            |
| 亚欧航线                    | 1,041         | 816           | 1,204         | 1,189         | 1,155         | 1,163         |
| (YoY%)                  | -2%           | -22%          | 48%           | -1%           | -3%           | 1%            |
| 亚太航线                    | 501           | 498           | 615           | 554           | 526           | 563           |
| (YoY%)                  | -1%           | 0%            | 24%           | -10%          | -5%           | 7%            |
| 中国国内                    | 169           | 181           | 215           | 304           | 335           | 341           |
| (YoY%)                  | -8%           | 7%            | 19%           | 41%           | 10%           | 2%            |
| 其他航线                    | 1,947         | 1,861         | 1,249         | 1,499         | 1,619         | 1,700         |
| (YoY%)                  | 35%           | -4%           | -33%          | 20%           | 8%            | 5%            |
| <b>总平均 (美金/TEU)</b>     | <b>755</b>    | <b>691</b>    | <b>729</b>    | <b>714</b>    | <b>677</b>    | <b>688</b>    |
| (YoY%)                  | <b>2%</b>     | <b>-8%</b>    | <b>5%</b>     | <b>-2%</b>    | <b>-5%</b>    | <b>2%</b>     |
| <b>集运收入 (人民币百万)</b>     |               |               |               |               |               |               |
| 太平洋航线                   | 11,060        | 13,490        | 14,060        | 11,501        | 9,763         | 10,862        |
| (YoY%)                  | 27%           | 22%           | 4%            | -18%          | -15%          | 11%           |
| 亚欧航线                    | 10,373        | 8,601         | 12,812        | 11,009        | 10,169        | 11,381        |
| (YoY%)                  | 33%           | -17%          | 49%           | -14%          | -8%           | 12%           |
| 亚太航线                    | 3,137         | 3,972         | 5,540         | 5,866         | 6,420         | 8,000         |
| (YoY%)                  | 14%           | 27%           | 39%           | 6%            | 9%            | 25%           |
| 中国国内                    | 1,939         | 2,420         | 4,309         | 6,162         | 7,279         | 8,407         |
| (YoY%)                  | 16%           | 25%           | 78%           | 43%           | 18%           | 16%           |
| 其他航线                    | 1,866         | 2,020         | 2,104         | 2,344         | 2,555         | 3,014         |
| (YoY%)                  | 28%           | 8%            | 4%            | 11%           | 9%            | 18%           |
| <b>集运收入 (人民币百万)</b>     | <b>28,412</b> | <b>30,709</b> | <b>38,972</b> | <b>36,883</b> | <b>36,185</b> | <b>41,664</b> |
| (YoY%)                  | <b>34%</b>    | <b>8%</b>     | <b>27%</b>    | <b>-5%</b>    | <b>-2%</b>    | <b>15%</b>    |
| <b>分航线集运收入占比</b>        |               |               |               |               |               |               |
| 太平洋航线                   | 39%           | 44%           | 36%           | 31%           | 27%           | 26%           |
| 亚欧航线                    | 37%           | 28%           | 33%           | 30%           | 28%           | 27%           |
| 亚太航线                    | 11%           | 13%           | 14%           | 16%           | 18%           | 19%           |
| 中国国内                    | 7%            | 8%            | 11%           | 17%           | 20%           | 20%           |
| 其他航线                    | 7%            | 7%            | 5%            | 6%            | 7%            | 7%            |

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

表 25: 中海集运主要财务数据

|                      | 2005   | 2006   | 2007   | 2008E  | 2009E  | 2010E  |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>利润表 (人民币百万)</b>   |        |        |        |        |        |        |
| 营业收入                 | 28,625 | 30,908 | 39,134 | 37,191 | 36,431 | 41,972 |
| (+/-)                | 32%    | 8%     | 27%    | -5%    | -2%    | 15%    |
| 营业毛利                 | 4,907  | 1,901  | 5,116  | 896    | -685   | 1,040  |
| (+/-)                | -10%   | -61%   | 169%   | -82%   | -176%  | -252%  |
| 营业利润                 | 3,987  | 894    | 3,913  | 59     | -1,570 | 144    |
| (+/-)                | -13%   | -78%   | 338%   | -98%   | -2741% | -109%  |
| 利润总额                 | 4,107  | 899    | 3,925  | 72     | -1,557 | 156    |
| (+/-)                | -11%   | -78%   | 337%   | -98%   | -2273% | -110%  |
| 少数股东权益               | 2      | 6      | 0      | 1      | -0     | 0      |
| 归属母公司所有者的损益          | 3,379  | 669    | 3,324  | 53     | -1,557 | 156    |
| (+/-)                | -15%   | -80%   | 397%   | -98%   | -3017% | -110%  |
| 摊薄每股收益(元)            | 0.29   | 0.07   | 0.28   | 0.00   | -0.13  | 0.01   |
| (+/-)                | -15%   | -74%   | 284%   | -98%   | -3017% | -110%  |
| <b>现金流量表 (人民币百万)</b> |        |        |        |        |        |        |
| 经营活动现金流量净额           | 5,046  | 2,380  | 5,324  | 1,502  | 852    | 2,071  |
| 投资活动现金流量净额           | -5,139 | -2,412 | -3,866 | -4,773 | -2,024 | -122   |
| 自由现金流                | -93    | -32    | 1,458  | -3,272 | -1,172 | 1,950  |
| 筹资活动现金流量净额           | -2,284 | -420   | 11,911 | -4,644 | -101   | -190   |
| 净现金流入(出)             | -2,437 | -511   | 13,404 | -8,153 | -1,510 | 1,523  |
| <b>资产负债表 (人民币百万)</b> |        |        |        |        |        |        |
| 货币资金                 | 3,427  | 2,916  | 16,320 | 8,167  | 6,657  | 8,179  |
| 其他流动资产               | 4,124  | 4,515  | 6,181  | 6,030  | 5,860  | 6,581  |
| 流动资产                 | 7,551  | 7,430  | 22,501 | 14,196 | 12,517 | 14,760 |
| 固定资产净值               | 16,907 | 20,238 | 22,033 | 26,960 | 28,255 | 27,245 |
| 其他非流动资产              | 3,870  | 3,034  | 3,847  | 1,956  | 867    | 159    |
| 非流动资产                | 20,777 | 23,272 | 25,881 | 28,916 | 29,122 | 27,404 |
| 总资产                  | 28,328 | 30,702 | 48,381 | 43,112 | 41,639 | 42,164 |
| 流动负债                 | 3,715  | 4,832  | 7,669  | 5,752  | 5,849  | 6,482  |
| 长期借款                 | 5,107  | 5,615  | 3,232  | 70     | 67     | 64     |
| 长期负债                 | 8,162  | 9,676  | 8,048  | 4,887  | 4,883  | 4,880  |
| 负债合计                 | 11,876 | 14,508 | 15,718 | 10,639 | 10,732 | 11,361 |
| 少数股东权益               | 38     | 43     | 6      | 7      | 7      | 7      |
| 股东权益                 | 16,414 | 16,151 | 32,658 | 32,466 | 30,900 | 30,796 |
| 股本                   | 6,030  | 6,030  | 11,683 | 11,683 | 11,683 | 11,683 |
| 储备及其他                | 10,384 | 10,121 | 20,975 | 20,783 | 19,217 | 19,113 |
| 摊薄每股净资产              | 2.72   | 2.68   | 2.80   | 2.78   | 2.64   | 2.64   |
| <b>财务比率</b>          |        |        |        |        |        |        |
| <b>利润率</b>           |        |        |        |        |        |        |
| 毛利率                  | 17%    | 6%     | 13%    | 2%     | -2%    | 2%     |
| 营业利润率                | 14%    | 3%     | 10%    | 0%     | -4%    | 0%     |
| 税前利润率                | 14%    | 3%     | 10%    | 0%     | -4%    | 0%     |
| 净利润率                 | 12%    | 2%     | 8%     | 0%     | -4%    | 0%     |
| <b>流动性比率</b>         |        |        |        |        |        |        |
| 现金比率                 | 0.9    | 0.6    | 2.1    | 1.4    | 1.1    | 1.3    |
| 流动比率                 | 2.0    | 1.5    | 2.9    | 2.5    | 2.1    | 2.3    |
| <b>杠杆比率</b>          |        |        |        |        |        |        |
| 净债务权益比率              | 17%    | 27%    | -30%   | -19%   | -16%   | -21%   |
| 资产负债率                | 42%    | 47%    | 32%    | 25%    | 26%    | 27%    |
| 息税前利润/净财务费用          | -8.7   | -0.7   | -5.8   | 0.6    | 10.4   | 0.1    |
| <b>杜邦分析</b>          |        |        |        |        |        |        |
| 净利润率                 | 12%    | 2%     | 8%     | 0%     | -4%    | 0%     |
| 资产周转率                | 101%   | 101%   | 81%    | 86%    | 87%    | 100%   |
| 资产/股东权益              | 1.7X   | 1.9X   | 1.5X   | 1.3X   | 1.3X   | 1.4X   |
| 净资产回报率               | 21%    | 4%     | 10%    | 0%     | -5%    | 1%     |

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

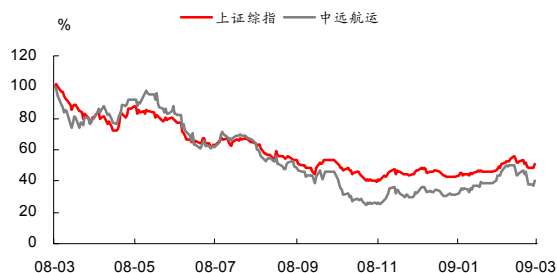
## 中远航运(600428/8.31 元): 下调评级至“中性”

防御性降低, 业绩风险提高, 估值过高

图 21: 中远航运主要财务指标及近期股价表现

| (人民币百万元)   | 2005A | 2006A | 2007A | 2008E | 2009E  | 2010E  |
|------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入       | 3,742 | 3,851 | 5,325 | 6,438 | 5,020  | 5,378  |
| (+/-%)     | 84    | 3     | 38    | 21    | (22)   | 7      |
| 营业毛利       | 1,188 | 1,018 | 1,624 | 1,966 | 877    | 811    |
| (+/-%)     | 74    | (14)  | 59    | 21    | (55)   | (8)    |
| 营业利润       | 1,035 | 784   | 1,357 | 1,729 | 647    | 559    |
| (+/-%)     | 78    | (24)  | 73    | 27    | (63)   | (14)   |
| 净利润        | 685   | 583   | 1,074 | 1,433 | 675    | 650    |
| (+/-%)     | 83    | (15)  | 84    | 33    | (53)   | (4)    |
| 摊薄每股收益(元)  | 0.52  | 0.44  | 0.82  | 1.09  | 0.52   | 0.50   |
| (+/-%)     | 83    | (15)  | 84    | 33    | (53)   | (4)    |
| 每股自由现金流(元) | 0.37  | 0.79  | 1.79  | 0.78  | (0.22) | (0.05) |
| 市盈率        | 15.9  | 18.7  | 10.1  | 7.6   | 16.1   | 16.7   |
| 市净率        | 5.1   | 4.2   | 3.3   | 2.9   | 2.5    | 2.2    |
| 净负债权益比(%)  | 6.2   | -8.3  | -7.3  | -40.6 | -26.1  | -19.6  |
| 资产收益率(%)   | 17.9  | 14.7  | 14.7  | 23.4  | 10.3   | 9.1    |
| 净资产收益率(%)  | 32.3  | 22.7  | 32.2  | 37.5  | 15.5   | 13.4   |
| 股息收益率(%)   | 3.5   | 2.4   | 2.4   | 8.6   | 1.2    | 1.2    |

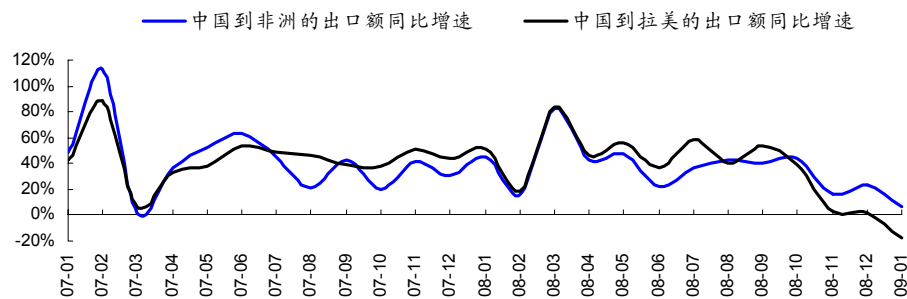
|               | A股               |
|---------------|------------------|
| 当前股价          | 人民币8.31          |
| 股票代码          | 600428.CH        |
| 日成交量(百万股)     | 51.3             |
| 52周最高价/最低价    | 人民币20.77/4.81    |
| 总市值(百万元)      | 10,889           |
| 总股数(百万股)      | 1310             |
| 其中: 流通A股(百万股) | 1310             |
| 主要股东(持股比例)    | 广州远洋运输公司(45.13%) |



资料来源: 公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

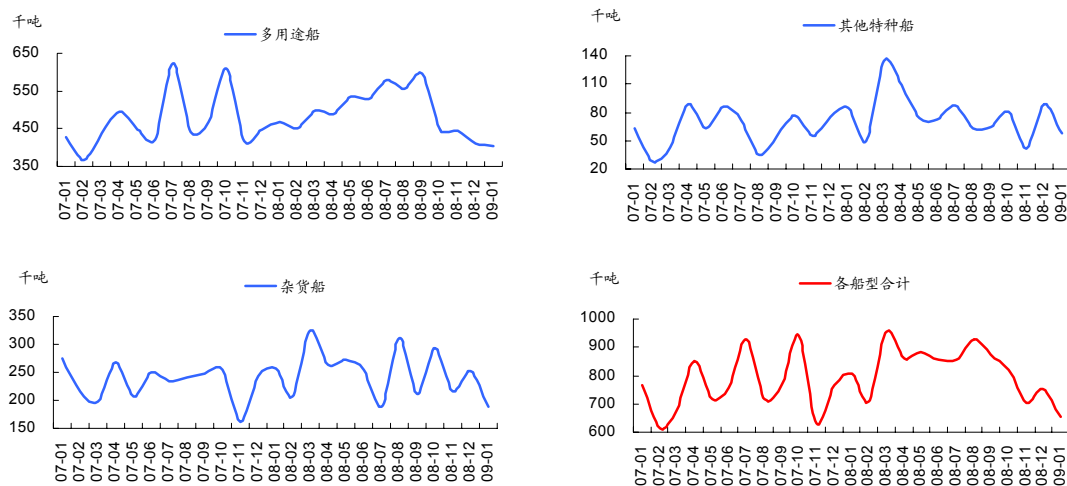
- ◆ **中国向亚非拉等新兴经济体的出口急转直下。**就在 08 年 10 月的时候, 中国向非洲和拉丁美洲的出口同比增速还分别高达 44%和 40%, 而 11 月份则分别降低至 16%和 3%, 而 09 年 1 月份则继续放缓至 6%和 -18%。09 年 1 月份, 中国向非洲和拉丁美洲的出口额仅相当于去年 10 月份的 86%和 60%。在全球经济放缓的大环境下, 这些资源型地区由于资源价格下跌, 其需求不可避免的受到了影响。中远航运的去程货主要是向亚非拉等地出口的机械设备, 大约占公司收入的七成。一旦亚非拉的机械设备需求放缓, **公司的去程货业务将受到影响。**
- ◆ 公司回程货以从亚非拉进口散杂货为主, 运价受到 BDI 波动的影响。我们预计 09 年 BDI 均值在 1500 点左右, 大幅低于 08 年水平。因此**公司回程货业务也将受到明显影响。**
- ◆ 基于以上分析, 我们认为在当前的经济形势下, 中远航运业绩的确定性将大幅下降, 业绩风险显现。
- ◆ 中远航运 09 年以来涨幅过高, 目前对应 09 年市净率为 2.5 倍, 为 A 股航运公司中最高。我们认为目前的高估值没有反应出公司业绩的风险, 因此**将评级从“审慎推荐”下调至“中性”。**
- ◆ 公司已经公布过业绩快报, 初步核算 08 年全年实现 1.10 元的每股收益, 与我们之前 1.09 元的预测值基本一致。我们目前预测 09-10 年业绩分别为 0.52 元和 0.5 元。
- ◆ 公司公布 1 月份运营数据: 总货运量环比下滑 13%, 其中杂货船下滑 25%, 多用途船保持稳定, 其他特种船下滑 34%。如若运量继续大幅环比下滑, 中国出口亚非拉机械设备的业务受到显著影响的话, 我们认为 09 年业绩可能存在进一步下调的可能。

图 22: 中国到亚非拉的出口增速



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图 23: 中远航运月度运量数据



资料来源: 公司数据、中金公司研究部

表 26: 中远航运营业收入预测假设

| 人民币百万         | 2005   | 2006   | 2007   | 2008E  | 2009E  | 2010E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>整体</b>     |        |        |        |        |        |        |
| 船舶数量 (年底)     | 90     | 87     | 82     | 80     | 79     | 81     |
| 船舶数量 (实际)     | 90     | 90     | 91     | 89     | 87     | 88     |
| 载重吨 (万吨)      | 141    | 137    | 133    | 132    | 137    | 146    |
| 营业收入 (百万元)    | 3,742  | 3,851  | 5,325  | 6,438  | 5,020  | 5,378  |
| 同比增长 (+/-)    | 84%    | 3%     | 38%    | 21%    | -22%   | 7%     |
| <b>多用途</b>    |        |        |        |        |        |        |
| 船舶数量 (实际投入)   | 46     | 46     | 53     | 51     | 51     | 51     |
| 船舶载重吨 (年底) 万吨 | 85     | 87     | 82     | 82     | 82     | 77     |
| 期租水平 (美元/营运天) | 10,272 | 9,413  | 12,638 | 14,534 | 9,883  | 8,697  |
| 同比增长 (+/-)    | 27%    | -8%    | 34%    | 15%    | -32%   | -12%   |
| 单位运价 (人民币/吨)  | 403    | 430    | 566    | 637    | 446    | 401    |
| 同比增长 (+/-)    | 39%    | 7%     | 32%    | 13%    | -30%   | -10%   |
| 营业收入 (百万元)    | 2,279  | 2,317  | 3,172  | 3,826  | 2,678  | 2,410  |
| 同比增长 (+/-)    | 79%    | 2%     | 37%    | 21%    | -30%   | -10%   |
| <b>杂货船</b>    |        |        |        |        |        |        |
| 船舶数量 (实际)     | 30     | 27     | 23     | 23     | 20     | 16     |
| 船舶载重吨 (年底) 万吨 | 38     | 33     | 31     | 30     | 27     | 20     |
| 期租水平 (美元/营运天) | 5,506  | 4,098  | 6,959  | 7,864  | 5,347  | 4,385  |
| 同比增长 (+/-)    | 3%     | -26%   | 70%    | 13%    | -32%   | -18%   |
| 单位运价 (人民币/吨)  | 236    | 219    | 302    | 332    | 233    | 198    |
| 同比增长 (+/-)    | 33%    | -7%    | 38%    | 10%    | -30%   | -15%   |
| 营业收入 (百万元)    | 845    | 679    | 845    | 1,015  | 636    | 391    |
| 同比增长 (+/-)    | 156%   | -20%   | 24%    | 20%    | -37%   | -39%   |
| <b>重吊船</b>    |        |        |        |        |        |        |
| 船舶数量 (实际)     | 4      | 4      | 4      | 4      | 5      | 10     |
| 船舶载重吨 (年底) 万吨 | 7      | 7      | 7      | 7      | 15     | 32     |
| 期租水平 (美元/营运天) | 14,998 | 17,361 | 20,091 | 21,699 | 21,699 | 23,869 |
| 同比增长 (+/-)    | 37%    | 16%    | 16%    | 8%     | 0%     | 10%    |
| 单位运价 (人民币/吨)  | 1,002  | 1,720  | 2,144  | 2,251  | 2,251  | 2,476  |
| 同比增长 (+/-)    | 69%    | 72%    | 25%    | 5%     | 0%     | 10%    |
| 营业收入 (百万元)    | 180    | 229    | 257    | 303    | 364    | 989    |
| 同比增长 (+/-)    | 34%    | 27%    | 12%    | 18%    | 20%    | 172%   |
| <b>滚装船</b>    |        |        |        |        |        |        |
| 船舶数量 (实际)     | 3      | 4      | 3      | 3      | 3      | 3      |
| 船舶载重吨 (年底) 万吨 | 4      | 5      | 4      | 4      | 4      | 4      |
| 期租水平 (美元/营运天) | 4,614  | 7,216  | 7,999  | 8,959  | 7,883  | 6,937  |
| 同比增长 (+/-)    | -10%   | 56%    | 11%    | 12%    | -12%   | -12%   |
| 单位运价 (人民币/吨)  | 300    | 515    | 418    | 460    | 414    | 372    |
| 同比增长 (+/-)    | -20%   | 72%    | -19%   | 10%    | -10%   | -10%   |
| 营业收入 (百万元)    | 57     | 112    | 161    | 276    | 249    | 224    |
| 同比增长 (+/-)    | -16%   | 98%    | 44%    | 71%    | -10%   | -10%   |
| <b>半潜船</b>    |        |        |        |        |        |        |
| 船舶数量 (实际)     | 3      | 3      | 3      | 3      | 3      | 3      |
| 船舶载重吨 (年底) 万吨 | 5      | 5      | 5      | 5      | 5      | 10     |
| 期租水平 (美元/营运天) | 20,283 | 30,397 | 26,815 | 29,496 | 31,856 | 35,679 |
| 同比增长 (+/-)    | 72%    | 50%    | -12%   | 10%    | 8%     | 12%    |
| 单位运价 (人民币/吨)  | 4,695  | 3,328  | 3,729  | 4,008  | 4,209  | 4,630  |
| 同比增长 (+/-)    | 98%    | -29%   | 12%    | 8%     | 5%     | 10%    |
| 营业收入 (百万元)    | 274    | 317    | 345    | 360    | 378    | 551    |
| 同比增长 (+/-)    | 51%    | 16%    | 9%     | 5%     | 5%     | 46%    |
| <b>汽车船</b>    |        |        |        |        |        |        |
| 船舶数量 (实际)     | 4      | 6      | 6      | 5      | 5      | 5      |
| 船舶载重吨 (年底) 万吨 | 3      | 4      | 4      | 4      | 4      | 4      |
| 期租水平 (美元/营运天) | 7,155  | 7,935  | 7,804  | 9,053  | 10,139 | 11,153 |
| 同比增长 (+/-)    | 76%    | 11%    | -2%    | 16%    | 12%    | 10%    |
| 单位运价 (人民币/吨)  | 1,944  | 2,821  | 3,250  | 4,550  | 4,778  | 5,255  |
| 同比增长 (+/-)    | 21%    | 45%    | 15%    | 40%    | 5%     | 10%    |
| 营业收入 (百万元)    | 107    | 193    | 458    | 570    | 628    | 726    |
| 同比增长 (+/-)    | 154%   | 80%    | 137%   | 24%    | 10%    | 16%    |

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

表 27：中远航运主要成本假设

| (百万元人民币)    | 2005         | 2006         | 2007         | 2008E        | 2009E        | 2010E        |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>总成本</b>  | <b>2,497</b> | <b>2,771</b> | <b>3,622</b> | <b>4,376</b> | <b>4,068</b> | <b>4,486</b> |
| 增长率         | 89%          | 11%          | 31%          | 21%          | -7%          | 10%          |
| <b>航次成本</b> | <b>1,362</b> | <b>1,563</b> | <b>2,081</b> | <b>2,591</b> | <b>2,130</b> | <b>2,370</b> |
| 增长率         | 89%          | 15%          | 33%          | 25%          | -18%         | 11%          |
| 燃油费用        | 680          | 922          | 1,174        | 1,621        | 1,120        | 1,195        |
| 增长率         | 118%         | 36%          | 27%          | 38%          | -31%         | 7%           |
| 船舶使费        | 682          | 641          | 907          | 970          | 1,010        | 1,175        |
| 增长率         | 68%          | -6%          | 41%          | 7%           | 4%           | 16%          |
| <b>运营成本</b> | <b>910</b>   | <b>941</b>   | <b>1,398</b> | <b>1,645</b> | <b>1,795</b> | <b>1,931</b> |
| 增长率         | 98%          | 3%           | 49%          | 18%          | 9%           | 8%           |
| 船员费用        | 275          | 401          | 412          | 541          | 596          | 663          |
| 增长率         | 77%          | 46%          | 3%           | 31%          | 10%          | 11%          |
| 船舶租赁        | 275          | 224          | 419          | 461          | 507          | 507          |
| 增长率         | 128%         | -19%         | 87%          | 10%          | 10%          | 0%           |
| 修理费         | 304          | 316          | 385          | 431          | 458          | 500          |
| 增长率         | 351%         | 4%           | 22%          | 12%          | 6%           | 9%           |
| 其他成本        | 56           | 1            | 182          | 213          | 234          | 261          |
| 增长率         | -52%         | -99%         | 21815%       | 17%          | 10%          | 11%          |
| <b>船舶折旧</b> | <b>229</b>   | <b>268</b>   | <b>140</b>   | <b>140</b>   | <b>143</b>   | <b>185</b>   |
| 增长率         | 63%          | 17%          | -48%         | 0%           | 3%           | 29%          |
| <b>营业毛利</b> | <b>1,188</b> | <b>1,018</b> | <b>1,624</b> | <b>1,966</b> | <b>877</b>   | <b>811</b>   |
| 毛利率         | 32%          | 26%          | 30%          | 31%          | 17%          | 15%          |
| 增长率         | 74%          | -14%         | 59%          | 21%          | -55%         | -8%          |

资料来源：公司数据、中金公司研究部

表 28：中远航运主要财务数据

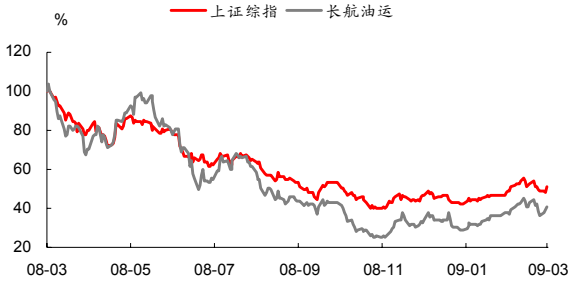
|                    | 2005  | 2006  | 2007  | 2008 E  | 2009 E | 2010 E |
|--------------------|-------|-------|-------|---------|--------|--------|
| <b>损益表 (百万元)</b>   |       |       |       |         |        |        |
| 营业收入               | 3,742 | 3,851 | 5,325 | 6,438   | 5,020  | 5,378  |
| (+/-)              | 84%   | 3%    | 38%   | 21%     | -22%   | 7%     |
| 多用途船               | 2,279 | 2,317 | 3,172 | 3,826   | 2,678  | 2,410  |
| (+/-)              | 79%   | 2%    | 37%   | 21%     | -30%   | -10%   |
| 杂货船                | 845   | 679   | 845   | 1,015   | 636    | 391    |
| (+/-)              | 156%  | -20%  | 24%   | 20%     | -37%   | -39%   |
| 其他船型               | 618   | 854   | 1,308 | 1,597   | 1,706  | 2,577  |
| (+/-)              | 45%   | 38%   | 53%   | 22%     | 7%     | 51%    |
| 营业毛利               | 1,188 | 1,018 | 1,624 | 1,966   | 877    | 811    |
| (+/-)              | 74%   | -14%  | 59%   | 21%     | -55%   | -8%    |
| 减：管理费用             | -141  | -186  | -202  | -220    | -239   | -260   |
| 财务费用               | -12   | -34   | -45   | 4       | 17     | 17     |
| 营业利润               | 1,035 | 784   | 1,357 | 1,729   | 647    | 559    |
| (+/-)              | 78%   | -24%  | 73%   | 27%     | -63%   | -14%   |
| 利润总额               | 1,035 | 842   | 1,470 | 1,747   | 718    | 630    |
| (+/-)              | 78%   | -19%  | 75%   | 19%     | -59%   | -12%   |
| 减：所得税              | 344   | 249   | 379   | 281     | 30     | -32    |
| 少数股东权益             | 6     | 10    | 17    | 32      | 13     | 12     |
| 净利润                | 685   | 583   | 1,074 | 1,433   | 675    | 650    |
| (+/-)              | 83%   | -15%  | 84%   | 33%     | -53%   | -4%    |
| 摊薄每股盈利             | 0.52  | 0.44  | 0.82  | 1.09    | 0.52   | 0.50   |
| (+/-)              | 83%   | -15%  | 84%   | 33%     | -53%   | -4%    |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> |       |       |       |         |        |        |
| 经营活动现金流量净额         | 1,060 | 742   | 1,305 | 1,622   | 1,091  | 1,315  |
| 投资活动现金流量净额         | -816  | -225  | -729  | -599    | -1,376 | -1,376 |
| 筹资活动现金流量净额         | -211  | -251  | -387  | -271    | -206   | -113   |
| 净现金流入 (出)          | 34    | 248   | 130   | 742     | -501   | -184   |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> |       |       |       |         |        |        |
| 流动资产               | 910   | 1,289 | 1,457 | 2,200   | 1,621  | 1,457  |
| 总资产                | 3,821 | 4,188 | 5,004 | 6,136   | 6,531  | 7,140  |
| 流动负债               | 1,029 | 1,043 | 1,075 | 1,189   | 1,041  | 1,127  |
| 总负债                | 1,656 | 1,571 | 1,595 | 2,214   | 2,065  | 2,152  |
| 少数股东权益             | 43    | 54    | 71    | 103     | 116    | 128    |
| 净资产                | 2,165 | 2,617 | 3,409 | 3,923   | 4,466  | 4,988  |
| 负债及所有者权益           | 3,821 | 4,188 | 5,004 | 6,136   | 6,531  | 7,140  |
| 摊薄每股净资产            | 1.6   | 2.0   | 2.5   | 2.9     | 3.3    | 3.7    |
| <b>财务比率</b>        |       |       |       |         |        |        |
| <b>增长</b>          |       |       |       |         |        |        |
| 收入                 | 84%   | 3%    | 38%   | 21%     | -22%   | 7%     |
| 息税前利润              | 77%   | -22%  | 72%   | 23%     | -63%   | -14%   |
| 税前利润               | 76%   | -19%  | 75%   | 18%     | -59%   | -12%   |
| 净利润                | 83%   | -15%  | 84%   | 33%     | -53%   | -4%    |
| 摊薄每股盈利             | 83%   | -15%  | 84%   | 33%     | -53%   | -4%    |
| <b>利润率</b>         |       |       |       |         |        |        |
| 毛利率                | 32%   | 26%   | 30%   | 31%     | 17%    | 15%    |
| 息税前利润率             | 28%   | 21%   | 26%   | 27%     | 13%    | 10%    |
| 税前利润率              | 28%   | 22%   | 28%   | 27%     | 14%    | 12%    |
| 净利润率               | 18%   | 15%   | 20%   | 22%     | 13%    | 12%    |
| <b>资产周转比率</b>      |       |       |       |         |        |        |
| 总资产周转率             | 98%   | 92%   | 106%  | 105%    | 77%    | 75%    |
| 固定资产周转率            | 130%  | 135%  | 152%  | 165%    | 103%   | 95%    |
| <b>流动性比率</b>       |       |       |       |         |        |        |
| 现金比率               | 0.5   | 0.8   | 0.9   | 1.4     | 1.1    | 0.9    |
| 流动比率               | 0.9   | 1.2   | 1.4   | 1.9     | 1.6    | 1.3    |
| <b>杠杆比率</b>        |       |       |       |         |        |        |
| 净债务权益比率            | 6%    | -8%   | -14%  | -41%    | -26%   | -20%   |
| 资产负债率              | 44%   | 39%   | 33%   | 38%     | 33%    | 32%    |
| 息税前利润/净财务费用        | 83.9X | 24.3X | 30.9X | -488.9X | -37.5X | -31.2X |
| <b>杜邦分析</b>        |       |       |       |         |        |        |
| 净利润率               | 18%   | 15%   | 20%   | 22%     | 13%    | 12%    |
| 资产周转率              | 98%   | 92%   | 106%  | 105%    | 77%    | 75%    |
| 资产/股东权益            | 1.8   | 1.6   | 1.5   | 1.6     | 1.5    | 1.5    |
| 净资产回报率             | 32%   | 23%   | 32%   | 38%     | 16%    | 13%    |

资料来源：公司数据、中金公司研究部

## 长航油运(600087/5.60 元)：中性

油轮市场明显差于 08 年，上半年非最佳投资机会

图 24：长航油运主要财务指标及近期股价表现

| (百万元)      | 2005备考 | 2006备考 | 2007备考 | 2008A  | 2009E  | 2010E | A股                                                                                  |                  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------------------------------------------------------------------------------------|------------------|
| 营业收入       | 1,800  | 2,249  | 2,499  | 3,192  | 3,780  | 5,116 | 当前股价                                                                                | 人民币5.60          |
| (+/-%)     | 16.6   | 25.0   | 11.1   | 27.7   | 18.4   | 35.3  | 股票代码                                                                                | 600087.CH        |
| 毛利润        | 517    | 678    | 672    | 687    | 863    | 1,327 | 日成交量(百万股)                                                                           | 53.57            |
| (+/-%)     | 40.8   | (16.8) | 97.1   | 2.2    | 25.7   | 53.8  | 52周最高价/最低价                                                                          | 人民币14.44/3.32    |
| 营业利润       | 246    | 392    | 446    | 458    | 659    | 1,113 | 总市值                                                                                 | 9,020            |
| (+/-%)     | 48.2   | 59.4   | 13.7   | 2.7    | 43.9   | 68.9  | 总股数(百万股)                                                                            | 1611             |
| 净利润        | 177    | 260    | 316    | 596    | 536    | 883   | 其中：流通A股(百万股)                                                                        | 824              |
| (+/-%)     | 38.0   | 46.9   | 21.4   | 88.6   | (10.0) | 64.7  | 主要股东(持股比例)                                                                          | 南京长江油运公司(49.18%) |
| 每股收益(元)    | 0.20   | 0.29   | 0.20   | 0.37   | 0.33   | 0.55  |  |                  |
| (+/-%)     | 45.0   | 46.9   | (32.6) | 88.6   | (10.0) | 64.7  |                                                                                     |                  |
| 市盈率        | 28.3   | 65.0   | 28.5   | 15.1   | 16.8   | 10.2  |                                                                                     |                  |
| 每股自由现金流(元) | n.a    | n.a    | (0.39) | (0.95) | 0.10   | 0.22  |                                                                                     |                  |
| 每股净资产(元)   | 2.2    | 3.1    | 2.9    | 2.8    | 3.8    | 4.5   |                                                                                     |                  |
| 市净率        | 2.6    | 7.0    | 1.9    | 2.0    | 1.5    | 1.2   |                                                                                     |                  |
| 资产负债率(%)   | 62.6   | 60.9   | 50.9   | 61.9   | 56.3   | 49.3  |                                                                                     |                  |
| 净负债权益比(%)  | 110.3  | 130.1  | 60.9   | 118.1  | 83.2   | 62.5  |                                                                                     |                  |
| 资产收益率(%)   | 3.4    | 3.7    | 3.3    | 5.0    | 3.8    | 6.2   |                                                                                     |                  |
| 净资产收益率(%)  | 9.2    | 9.4    | 6.8    | 13.2   | 8.8    | 12.2  |                                                                                     |                  |
| 股息收益率(%)   | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 1.8    | 0.0    | 2.9   |                                                                                     |                  |

资料来源：公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

- ◆ **公司已经公布 08 年业绩：**全年实现 0.37 元的每股收益。资产注入、油轮市场运价 08 年走高、部分船型的运力扩张、大量的旧船处置收益带动了 08 年业绩的大幅增长（详见我们 3 月 4 日的年报点评报告）。
- ◆ **运价下跌和卖船收益的减少将导致 09 年业绩下滑：**即使考虑到公司的大幅运力扩张，预计 09 年每股收益仍同比下降 10%，且存在下调风险。而预计 2010 年的业绩则因为运价反弹和运力的继续扩张而实现同比增长 65%。但是由于我们对 2011 年后的油轮市场不看好，公司的快速扩张将为未来累计风险。
- ◆ **维持“中性”评级不变，上半年并非最佳投资机会。**目前长航油运 09 年 1.5 倍的市净率，16.8 倍市盈率估值不具备吸引力，09 年上半年的油轮市场运价低迷将影响股价表现，而一季度业绩也可能同比大幅下滑，给股价带来压力。因此我们认为上半年并非最佳投资机会。建议下半年再关注 2010 年运价反弹带来的机会。

表 29: 长航油运主要盈利预测假设

| (人民币百万元, 除另注明)        | 2007   | 2008E  | 2009E  | 2010E  |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>总体</b>             |        |        |        |        |
| 海上石油运输营业收入            | 2,008  | 2,673  | 3,198  | 4,428  |
| (+/-%)                |        | 33%    | 20%    | 38%    |
| 其中期租收入                | 1,410  | 1,595  | 2,281  | 3,154  |
| (+/-%)                |        | 13%    | 43%    | 38%    |
| 其中航次成本                | 598    | 1,077  | 917    | 1,274  |
| (+/-%)                |        | 80%    | -15%   | 39%    |
| 海上石油运输营业毛利            | 618    | 690    | 833    | 1,274  |
| (+/-%)                |        | 12%    | 21%    | 53%    |
| <b>MR型(4.6/4.9万吨)</b> |        |        |        |        |
| 有效船舶数量                | 11     | 17     | 25     | 31     |
| (+/-%)                |        | 53%    | 47%    | 24%    |
| 船天数                   | 3,666  | 5,686  | 8,373  | 10,353 |
| (+/-%)                |        | 55%    | 47%    | 24%    |
| 假设期租水平(美元/天)          | 20,000 | 20,900 | 18,810 | 19,751 |
| (+/-%)                |        | 4%     | -10%   | 5%     |
| 期租收入                  | 535    | 797    | 1,077  | 1,442  |
| (+/-%)                |        | 49%    | 35%    | 34%    |
| 营业毛利                  | 301    | 383    | 433    | 594    |
| (+/-%)                |        | 27%    | 13%    | 37%    |
| <b>VLCC</b>           |        |        |        |        |
| 有效船舶数量                | 2      | 0      | 5      | 7      |
| (+/-%)                |        | -83%   | 1325%  | 54%    |
| 船天数                   | 657    | 112    | 1,595  | 2,463  |
| (+/-%)                |        | -83%   | 1325%  | 54%    |
| 假设期租水平(美元/天)          | 40,000 | 58,000 | 46,400 | 53,360 |
| (+/-%)                |        | 45%    | -20%   | 15%    |
| 期租收入                  | 192    | 74     | 506    | 926    |
| (+/-%)                |        | -62%   | 588%   | 83%    |
| 营业毛利                  | 91     | 52     | 196    | 411    |
| (+/-%)                |        | -42%   | 274%   | 110%   |
| <b>阿芙拉型+LR型(7万吨)</b>  |        |        |        |        |
| 有效船舶数量                | 2      | 3      | 4      | 5      |
| (+/-%)                |        | 36%    | 33%    | 25%    |
| 船天数                   | 739    | 1,018  | 1,358  | 1,697  |
| (+/-%)                |        | 38%    | 33%    | 25%    |
| 假设期租水平(美元/天)          | 33,427 | 34,430 | 30,987 | 32,536 |
| (+/-%)                |        | 3%     | -10%   | 5%     |
| 期租收入                  | 180    | 188    | 231    | 287    |
| (+/-%)                |        | 4%     | 23%    | 24%    |
| 营业毛利                  | 66     | 94     | 108    | 158    |
| (+/-%)                |        | 43%    | 15%    | 46%    |
| <b>灵便型及其他</b>         |        |        |        |        |
| 有效船舶数量                | 8      | 8      | 8      | 8      |
| (+/-%)                |        | 0%     | 0%     | 0%     |
| 船天数                   | 2,686  | 2,716  | 2,716  | 2,716  |
| (+/-%)                |        | 1%     | 0%     | 0%     |
| 假设期租水平(美元/天)          | 20,000 | 21,000 | 18,900 | 19,845 |
| (+/-%)                |        | 5%     | -10%   | 5%     |
| 期租收入                  | 434    | 442    | 392    | 422    |
| (+/-%)                |        | 2%     | -11%   | 8%     |
| 营业毛利                  | 160    | 160    | 96     | 112    |
| (+/-%)                |        | 0%     | -40%   | 17%    |

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

表 30：长航油运主要财务数据

|                    | 2006备考       | 2007备考       | 2008E        | 2009E        | 2010E        |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>损益表 (百万元)</b>   |              |              |              |              |              |
| <b>营业收入</b>        | <b>2,249</b> | <b>2,499</b> | <b>3,192</b> | <b>3,780</b> | <b>5,116</b> |
| (+/- )             | 25%          | 11%          | 28%          | 18%          | 35%          |
| 海上石油运输             | 1,837        | 2,008        | 2,672        | 3,198        | 4,428        |
| (+/- )             | 23%          | 9%           | 33%          | 20%          | 38%          |
| 化学品运输              | 257          | 307          | 276          | 290          | 376          |
| (+/- )             | 39%          | 20%          | -10%         | 5%           | 29%          |
| 液化气运输              | 67           | 80           | 80           | 85           | 89           |
| (+/- )             | 26%          | 20%          | 0%           | 5%           | 5%           |
| 沥青运输               | 83           | 99           | 136          | 175          | 183          |
| (+/- )             | 22%          | 20%          | 37%          | 28%          | 5%           |
| 其它                 | 5            | 5            | 28           | 33           | 40           |
| (+/- )             | 319%         | 5%           | 440%         | 20%          | 20%          |
| <b>减：营业成本</b>      | <b>1,538</b> | <b>1,799</b> | <b>2,463</b> | <b>2,867</b> | <b>3,720</b> |
| (+/- )             | 23%          | 17%          | 37%          | 16%          | 30%          |
| 海上石油运输             | 1,187        | 1,390        | 1,983        | 2,364        | 3,153        |
| (+/- )             | 24%          | 17%          | 43%          | 19%          | 33%          |
| 化学品运输              | 218          | 256          | 266          | 257          | 316          |
| (+/- )             | 24%          | 17%          | 4%           | -4%          | 23%          |
| 液化气运输              | 52           | 60           | 66           | 65           | 65           |
| (+/- )             | 20%          | 17%          | 8%           | 0%           | 0%           |
| 沥青运输               | 74           | 87           | 129          | 157          | 157          |
| (+/- )             | 10%          | 17%          | 48%          | 22%          | 0%           |
| 其它                 | 6            | 6            | 20           | 24           | 28           |
| (+/- )             | 1234%        | 0%           | 210%         | 20%          | 20%          |
| <b>营业毛利</b>        | <b>678</b>   | <b>672</b>   | <b>687</b>   | <b>863</b>   | <b>1,327</b> |
| (+/- )             | 31%          | -1%          | 2%           | 26%          | 54%          |
| 海上石油运输             | 650          | 618          | 689          | 833          | 1,274        |
| (+/- )             | 22%          | -5%          | 12%          | 21%          | 53%          |
| 化学品运输              | 38           | 51           | 10           | 34           | 60           |
| (+/- )             | 383%         | 34%          | -80%         | 223%         | 76%          |
| 液化气运输              | 15           | 20           | 15           | 19           | 24           |
| (+/- )             | 50%          | 28%          | -25%         | 30%          | 22%          |
| 沥青运输               | 9            | 12           | 7            | 18           | 26           |
| (+/- )             | 1749%        | 41%          | -43%         | 153%         | 49%          |
| 其它                 | -1           | -1           | 8            | 9            | 11           |
| (+/- )             | -317%        | -16%         | -737%        | 20%          | 20%          |
| <b>减：销售费用</b>      | <b>17</b>    | <b>19</b>    | <b>40</b>    | <b>42</b>    | <b>56</b>    |
| 管理费用               | 170          | 107          | 103          | 100          | 100          |
| 财务费用               | 104          | 110          | 90           | 69           | 64           |
| <b>加：投资收益</b>      | <b>0</b>     | <b>5</b>     | <b>6</b>     | <b>6</b>     | <b>6</b>     |
| <b>营业利润</b>        | <b>392</b>   | <b>446</b>   | <b>458</b>   | <b>659</b>   | <b>1,113</b> |
| (+/- )             | 59%          | 14%          | 3%           | 44%          | 69%          |
| <b>加：营业外收支净额</b>   | <b>-16</b>   | <b>3</b>     | <b>234</b>   | <b>19</b>    | <b>3</b>     |
| <b>利润总额</b>        | <b>376</b>   | <b>448</b>   | <b>692</b>   | <b>677</b>   | <b>1,115</b> |
| (+/- )             | 56%          | 19%          | 54%          | -2%          | 65%          |
| <b>减：所得税</b>       | <b>116</b>   | <b>131</b>   | <b>106</b>   | <b>134</b>   | <b>221</b>   |
| <b>减：少数股东权益</b>    | <b>0</b>     | <b>1</b>     | <b>-10</b>   | <b>7</b>     | <b>11</b>    |
| <b>归属母公司所有者的损益</b> | <b>260</b>   | <b>316</b>   | <b>596</b>   | <b>536</b>   | <b>883</b>   |
| (+/- )             | 47%          | 21%          | 89%          | -10%         | 65%          |
| <b>摊薄每股盈利</b>      | <b>0.29</b>  | <b>0.20</b>  | <b>0.37</b>  | <b>0.33</b>  | <b>0.55</b>  |
| (+/- )             | 47%          | -33%         | 89%          | -10%         | 65%          |

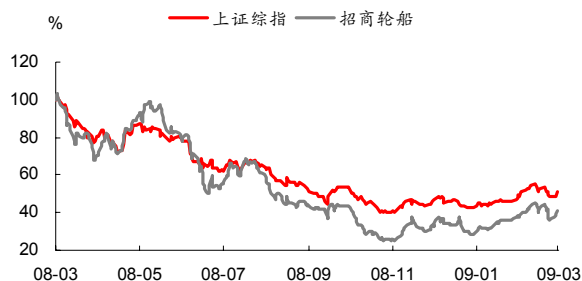
资料来源：公司数据、中金公司研究部

## 招商轮船(601872/4.92 元): 中性

干散货和油轮行业周期同时向下, 下调盈利预测

图 25: 招商轮船主要财务指标及近期股价表现

| (百万元)     | 2005A | 2006A  | 2007A | 2008E | 2009E  | 2010E | A股                             |
|-----------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|--------------------------------|
| 主营业务收入    | 2,650 | 2,448  | 2,421 | 3,142 | 2,438  | 3,622 | 当前股价 人民币4.92                   |
| (+/-%)    | 5.1   | (7.6)  | (1.1) | 29.8  | (22.4) | 48.6  | 股票代码 601872.CH                 |
| 主营业务利润    | 1,430 | 1,115  | 1,065 | 1,668 | 820    | 1,155 | 日成交量(百万股) 29.99                |
| (+/-%)    | 8.8   | (22.1) | (4.5) | 56.7  | (50.9) | 40.9  | 52周最高价/最低价 人民币10.77/3.60       |
| 营业利润      | 1,339 | 982    | 896   | 1,415 | 647    | 954   | 总市值 16,892                     |
| (+/-%)    | 13.2  | (26.7) | (8.7) | 57.9  | (54.3) | 47.4  | 总股数(百万股) 3,433                 |
| 净利润       | 1,344 | 883    | 848   | 1,401 | 661    | 913   | 其中: 流通A股(百万股) 1,577            |
| (+/-%)    | 11.5  | (34.4) | (3.9) | 65.1  | (52.8) | 38.1  | 主要股东(持股比例) 招商局轮船股份有限公司(54.07%) |
| 每股收益(元)   | 0.39  | 0.26   | 0.25  | 0.41  | 0.19   | 0.27  |                                |
| (+/-%)    | 11.5  | (34.4) | (3.9) | 65.1  | (52.8) | 38.1  |                                |
| 市盈率       | 12.6  | 19.1   | 19.9  | 12.1  | 25.6   | 18.5  |                                |
| 市净率       | 3.6   | 2.0    | 1.9   | 1.8   | 1.7    | 1.6   |                                |
| 净负债权益比(%) | 20.9  | -37.7  | -7.4  | -7.8  | -0.3   | 5.0   |                                |
| 资产收益率(%)  | 16.4  | 8.3    | 6.5   | 9.7   | 4.0    | 4.9   |                                |
| 净资产收益率(%) | 28.7  | 10.5   | 9.7   | 14.6  | 6.7    | 8.7   |                                |
| 股息收益率(%)  | 8.1   | 3.8    | 2.2   | 2.6   | 1.2    | 1.7   |                                |



资料来源: 公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

- ◆ **公司已经公布业绩快报:** 2008 年实现营业收入 31.8 亿元, 营业利润 14.2 亿元和净利润 14.0 亿元。公司 08 年实现了每股收益 0.41 元, 比我们之前预计的 0.52 元低 22%。按照业绩快报, 公司四季度只实现了 3200 万元。除了四季度油轮和干散货运价可能低于我们预期之外, 期末也可能计提减值准备使得 08 年四季度业绩低于我们的预期。我们将在年报发布后进一步分析和调整。
- ◆ **下调盈利预测:** 由于干散货市场和油轮市场下跌超出之前的预测, 我们下调公司部分船型的运价假设。调整后, 各型号油轮 09 年的期租水平同比下滑 15%~20%, 而 2010 年有所反弹; 各干散货船型 09 年的期租水平同比下滑 40% 左右, 而 2010 年继续下滑 20% 左右。
- ◆ 目前公司 09 年的市净率为 1.7 倍, 明显高于国际可比公司, 考虑到干散货和油轮行业周期同时向下, **维持“中性”评级不变。**

表 31：招商轮船盈利预测调整汇总

| 人民币百万                   | 2007   | 2008E  | 2009E  | 2010E  |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>超级油轮期租水平（美元/天）</b>   |        |        |        |        |
| 调整后                     | 43,288 | 51,946 | 44,154 | 48,570 |
| 增长率%                    |        | 20.0%  | -15.0% | 10.0%  |
| 调整前                     | 43,288 | 47,617 | 52,379 | 62,855 |
| 增长率%                    |        | 10.0%  | 10.0%  | 20.0%  |
| 调整幅度 %                  |        | 9.1%   | -15.7% | -22.7% |
| <b>苏伊士油轮期租水平（美元/天）</b>  |        |        |        |        |
| 调整后                     | 22,066 | 37,512 | 31,885 | 36,668 |
| 增长率%                    |        | 70.0%  | -15.0% | 15.0%  |
| 调整前                     | 22,066 | 37,512 | 41,263 | 49,516 |
| 增长率%                    |        | 70.0%  | 10.0%  | 20.0%  |
| 调整幅度 %                  |        | 0.0%   | -22.7% | -25.9% |
| <b>阿芙拉油轮期租水平（美元/天）</b>  |        |        |        |        |
| 调整后                     | 20,547 | 34,313 | 29,166 | 33,541 |
| 增长率%                    |        | 67.0%  | -15.0% | 15.0%  |
| 调整前                     | 20,547 | 39,039 | 42,943 | 49,384 |
| 增长率%                    |        | 90.0%  | 10.0%  | 15.0%  |
| 调整幅度 %                  |        | -12.1% | -32.1% | -32.1% |
| <b>巴拿马散货船期租水平（美元/天）</b> |        |        |        |        |
| 调整后                     | 28,657 | 42,985 | 32,239 | 24,179 |
| 增长率%                    |        | 50.0%  | -25.0% | -25.0% |
| 调整前                     | 28,657 | 42,985 | 34,388 | 25,791 |
| 增长率%                    |        | 50.0%  | -20.0% | -25.0% |
| 调整幅度 %                  |        | 0.0%   | -6.3%  | -6.2%  |
| <b>大灵便散货船期租水平（美元/天）</b> |        |        |        |        |
| 调整后                     | 23,156 | 34,734 | 22,577 | 20,319 |
| 增长率%                    |        | 50.0%  | -35.0% | -10.0% |
| 调整前                     | 23,156 | 41,680 | 29,176 | 21,882 |
| 增长率%                    |        | 80.0%  | -30.0% | -25.0% |
| 调整幅度 %                  |        | -16.7% | -22.6% | -7.1%  |
| <b>营业收入</b>             |        |        |        |        |
| 调整后                     | 2,421  | 3,142  | 2,438  | 3,622  |
| 增长率%                    |        | 29.8%  | -22.4% | 48.6%  |
| 调整前                     | 2,421  | 3,421  | 3,041  | 4,037  |
| 增长率%                    |        | 41.3%  | -11.1% | 32.8%  |
| 调整幅度 %                  |        | -8.2%  | -19.8% | -10.3% |
| <b>主营业务成本</b>           |        |        |        |        |
| 调整后                     | 1,356  | 1,474  | 1,618  | 2,467  |
| 增长率%                    |        | 8.7%   | 9.8%   | 52.4%  |
| 调整前                     | 1,356  | 1,379  | 1,509  | 2,177  |
| 增长率%                    |        | 1.6%   | 9.5%   | 44.3%  |
| 调整幅度 %                  |        | 6.9%   | 7.2%   | 13.3%  |
| <b>主营业务利润</b>           |        |        |        |        |
| 调整后                     | 1,065  | 1,668  | 820    | 1,155  |
| 增长率%                    |        | 56.7%  | -50.9% | 40.9%  |
| 调整前                     | 1,065  | 2,043  | 1,532  | 1,860  |
| 增长率%                    |        | 91.8%  | -25.0% | 21.4%  |
| 调整幅度 %                  |        | -18.3% | -46.5% | -37.9% |
| <b>净利润</b>              |        |        |        |        |
| 调整后                     | 848    | 1,401  | 661    | 913    |
| 增长率%                    |        | 65.1%  | -52.8% | 38.1%  |
| 调整前                     | 848    | 1,789  | 1,321  | 1,563  |
| 增长率%                    |        | 110.8% | -26.1% | 18.3%  |
| 调整幅度 %                  |        | -21.7% | -50.0% | -41.6% |
| <b>摊薄每股收益（元）</b>        |        |        |        |        |
| 调整后                     | 0.25   | 0.41   | 0.19   | 0.27   |
| 增长率%                    |        | 65.1%  | -52.8% | 38.1%  |
| 调整前                     | 0.25   | 0.52   | 0.38   | 0.46   |
| 增长率%                    |        | 110.8% | -26.1% | 18.3%  |
| 调整幅度 %                  |        | -21.7% | -50.0% | -41.6% |

资料来源：公司数据、中金公司研究部

表 32: 招商轮船油轮业务主要假设

| (人民币百万)       | 2006   | 2007   | 2008E  | 2009E  | 2010E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>合计</b>     |        |        |        |        |        |
| 油轮运输收入        | 1,723  | 1,458  | 1,887  | 1,695  | 2,854  |
| (+/-)         |        | -15%   | 29%    | -10%   | 68%    |
| 平均船天数         | 4,939  | 4,681  | 4,663  | 4,955  | 6,484  |
| (+/-)         |        | -5%    | 0%     | 6%     | 31%    |
| 平均日租金 (美元/天)  | 33,364 | 29,562 | 43,702 | 37,755 | 45,729 |
| (+/-)         |        | -11%   | 48%    | -14%   | 21%    |
| <b>超级油轮</b>   |        |        |        |        |        |
| TCE收入         | 1,076  | 843    | 974    | 1,090  | 2,040  |
| (+/-)         |        | -22%   | 16%    | 12%    | 87%    |
| 平均船天数         | 2,115  | 1,895  | 1,698  | 2,357  | 3,629  |
| (+/-)         |        | -10%   | -10%   | 39%    | 54%    |
| 平均日租金 (美元/天)  | 45,715 | 42,172 | 58,758 | 47,298 | 55,263 |
| (+/-)         |        | -8%    | 39%    | -20%   | 17%    |
| <b>苏伊士油轮</b>  |        |        |        |        |        |
| TCE收入         | 67     | 84     | 29     | 89     | 103    |
| (+/-)         |        | 26%    | -65%   | 203%   | 16%    |
| 平均船天数         | 339    | 351    | 117    | 349    | 346    |
| (+/-)         |        | 4%     | -67%   | 198%   | -1%    |
| 平均日租金 (美元/天)  | 23,227 | 22,066 | 37,512 | 31,698 | 36,602 |
| (+/-)         |        | -5%    | 70%    | -16%   | 15%    |
| <b>阿芙拉油轮</b>  |        |        |        |        |        |
| TCE收入         | 581    | 530    | 884    | 516    | 711    |
| (+/-)         |        | -9%    | 67%    | -42%   | 38%    |
| 平均船天数         | 2,485  | 2,434  | 2,848  | 2,248  | 2,509  |
| (+/-)         |        | -2%    | 17%    | -21%   | 12%    |
| 平均日租金 (美元/天)  | 24,232 | 20,825 | 34,977 | 28,690 | 33,199 |
| (+/-)         |        | -14%   | 68%    | -18%   | 16%    |
| <b>油轮运输成本</b> |        |        |        |        |        |
| 合计            | 956    | 954    | 1,084  | 1,090  | 1,795  |
| 运营成本          | 276    | 274    | 307    | 339    | 496    |
| (+/-)         |        | -1%    | 12%    | 11%    | 46%    |
| 折旧成本          | 256    | 253    | 271    | 328    | 506    |
| (+/-)         |        | -1%    | 7%     | 21%    | 54%    |
| 航次成本          | 425    | 428    | 507    | 423    | 793    |
| (+/-)         |        | 1%     | 18%    | -16%   | 87%    |

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

表 33：招商轮船干散货运业务主要假设

| (人民币百万)       | 2006   | 2007   | 2008E  | 2009E  | 2010E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>合计</b>     |        |        |        |        |        |
| 散货运输收入        | 667    | 919    | 1,208  | 694    | 716    |
| (+/-)         |        | 38%    | 32%    | -43%   | 3%     |
| 平均船天数         | 4,972  | 5,003  | 4,985  | 4,998  | 5,506  |
| (+/-)         |        | 1%     | 0%     | 0%     | 10%    |
| 平均日租金 (美元/天)  | 17,031 | 24,001 | 36,005 | 20,181 | 18,327 |
| (+/-)         |        | 41%    | 50%    | -44%   | -9%    |
| <b>好望角散货船</b> |        |        |        |        |        |
| TCE收入         |        |        |        | 7      | 107    |
| (+/-)         |        |        |        |        | 1458%  |
| 平均船天数         |        |        |        | 29     | 558    |
| (+/-)         |        |        |        |        | 1811%  |
| 平均日租金 (美元/天)  |        |        |        | 35,000 | 28,000 |
| (+/-)         |        |        |        |        | -20%   |
| <b>巴拿马散货船</b> |        |        |        |        |        |
| TCE收入         | 117    | 159    | 223    | 129    | 98     |
| (+/-)         |        | 36%    | 40%    | -42%   | -24%   |
| 平均船天数         | 710    | 715    | 715    | 707    | 700    |
| (+/-)         |        | 1%     | 0%     | -1%    | -1%    |
| 平均日租金 (美元/天)  | 20,475 | 28,306 | 42,459 | 26,763 | 20,072 |
| (+/-)         |        | 38%    | 50%    | -37%   | -25%   |
| <b>大灵便散货船</b> |        |        |        |        |        |
| TCE收入         | 550    | 759    | 1,091  | 545    | 490    |
| (+/-)         |        | 38%    | 44%    | -50%   | -10%   |
| 平均船天数         | 4,262  | 4,288  | 4,271  | 4,262  | 4,249  |
| (+/-)         |        | 1%     | 0%     | 0%     | 0%     |
| 平均日租金 (美元/天)  | 16,457 | 23,283 | 34,925 | 18,987 | 16,770 |
| (+/-)         |        | 41%    | 50%    | -46%   | -12%   |
| <b>散货运输成本</b> |        |        |        |        |        |
| 合计            | 369    | 395    | 465    | 461    | 564    |
| 运营成本          | 236    | 255    | 333    | 338    | 411    |
| (+/-)         |        | 8%     | 31%    | 2%     | 21%    |
| 折旧成本          | 129    | 136    | 127    | 118    | 149    |
| (+/-)         |        | 5%     | -6%    | -7%    | 26%    |
| 航次成本          | 4      | 4      | 4      | 4      | 4      |
| (+/-)         |        | 1%     | 14%    | -7%    | 3%     |

资料来源：公司数据、中金公司研究部

表 34: 招商轮船主要财务数据

|                  | 2005 A | 2006 A | 2007A  | 2008 E | 2009 E | 2010 E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>财务数值 (百万)</b> |        |        |        |        |        |        |
| <b>损益表</b>       |        |        |        |        |        |        |
| 营业收入             | 2,650  | 2,448  | 2,421  | 3,142  | 2,438  | 3,622  |
| (+/-)            | 5.1%   | -7.6%  | -1.1%  | 29.8%  | -22.4% | 48.6%  |
| 油轮运输收入           | 1,749  | 1,723  | 1,458  | 1,887  | 1,695  | 2,854  |
| (+/-)            | -5.1%  | -1.5%  | -15.4% | 29.5%  | -10.2% | 68.4%  |
| 散货船运输收入          | 897    | 667    | 919    | 1,208  | 694    | 716    |
| (+/-)            | 34.0%  | -25.6% | 37.7%  | 31.5%  | -42.6% | 3.1%   |
| 营业毛利             | 1,430  | 1,115  | 1,065  | 1,668  | 820    | 1,155  |
| (+/-)            | 8.8%   | -22.1% | -4.5%  | 56.7%  | -50.9% | 40.9%  |
| 油轮运输收入           | 860    | 778    | 529    | 890    | 583    | 1,004  |
| 主营业务利润率          | 49%    | 45%    | 36%    | 47%    | 34%    | 35%    |
| (+/-)            | -3%    | -9%    | -32%   | 68%    | -34%   | 72%    |
| 散货船运输收入          | 539    | 331    | 530    | 771    | 227    | 139    |
| 主营业务利润率          | 60%    | 50%    | 58%    | 64%    | 33%    | 19%    |
| (+/-)            | 43%    | -39%   | 60%    | 45%    | -71%   | -39%   |
| 管理费用             | -91    | -80    | -81    | -93    | -96    | -98    |
| 财务费用             | -5     | -50    | -26    | -107   | -133   | -186   |
| 投资收益             | 44     | -10    | -14    | -15    | 57     | 83     |
| 所得税              | 0      | -76    | -52    | -87    | -34    | -50    |
| 少数股东权益           | -46    | -23    | -33    | -48    | -22    | -31    |
| 净利润              | 1,344  | 883    | 848    | 1,401  | 661    | 913    |
| (+/-)            | 11%    | -34%   | -4%    | 65%    | -53%   | 38%    |
| 每股盈利 (元)         | 0.39   | 0.26   | 0.25   | 0.41   | 0.19   | 0.27   |
| (+/-)            | 11%    | -34%   | -4%    | 65%    | -53%   | 38%    |
| <b>现金流量表</b>     |        |        |        |        |        |        |
| 经营活动现金流          | 1,974  | 1,392  | 1,222  | 1,507  | 1,237  | 1,349  |
| 投资活动现金流          | -1529  | -652   | -3602  | -741   | -1488  | -1417  |
| 融资活动现金流          | -467   | 2954   | 1763   | 325    | 1463   | 901    |
| <b>资产负债表</b>     |        |        |        |        |        |        |
| 流动资产合计           | 1,508  | 4,941  | 4,489  | 5,556  | 6,553  | 7,403  |
| 货币资金             | 1,185  | 4,777  | 4,119  | 5,067  | 6,137  | 6,830  |
| 其他               | 322    | 164    | 370    | 489    | 416    | 574    |
| 固定资产合计           | 6,559  | 5,349  | 8,034  | 8,412  | 9,572  | 10,626 |
| 总资产              | 8,219  | 10,641 | 13,037 | 14,482 | 16,640 | 18,543 |
| 银行借款             | 2,165  | 1,595  | 3,472  | 4,316  | 6,104  | 7,353  |
| 长期负债             | 1,780  | 971    | 774    | 2,144  | 3,393  | 4,206  |
| 少数股东权益           | 261    | 132    | 111    | 158    | 181    | 212    |
| 股东权益合计           | 4,678  | 8,431  | 8,759  | 9,606  | 9,933  | 10,541 |
| <b>财务比率</b>      |        |        |        |        |        |        |
| <b>盈利性比率</b>     |        |        |        |        |        |        |
| 毛利率              | 54%    | 46%    | 44%    | 53%    | 34%    | 32%    |
| EBITDA 利润率       | 53%    | 60%    | 59%    | 67%    | 55%    | 48%    |
| 净利润率             | 51%    | 36%    | 35%    | 45%    | 27%    | 25%    |
| <b>资产周转比率</b>    |        |        |        |        |        |        |
| 总资产周转率           | 16%    | 8%     | 7%     | 10%    | 4%     | 5%     |
| 固定资产周转率          | 40%    | 46%    | 30%    | 37%    | 25%    | 34%    |
| <b>流动性比率</b>     |        |        |        |        |        |        |
| 现金比率             | 0.8    | 4.3    | 1.2    | 2.0    | 2.0    | 1.9    |
| 流动比率             | 1.0    | 4.5    | 1.3    | 2.2    | 2.1    | 2.1    |
| <b>杠杆比率</b>      |        |        |        |        |        |        |
| 净债务/股东权益         | 21%    | -38%   | -7%    | -8%    | 130%   | 230%   |
| 息税前利润/净财务费用      | 286.4  | 20.6   | 35.8   | 14.2   | 5.8    | 6.1    |
| <b>杜邦分析</b>      |        |        |        |        |        |        |
| 净利润率             | 51%    | 36%    | 35%    | 45%    | 27%    | 25%    |
| 资产周转率            | 32%    | 23%    | 19%    | 22%    | 15%    | 20%    |
| 资产/股东权益          | 1.8    | 1.3    | 1.5    | 1.5    | 1.7    | 1.8    |
| 净资产回报率           | 29%    | 10%    | 10%    | 15%    | 7%     | 9%     |

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

## 北京

中国国际金融有限公司  
中国 北京 100004  
建国门外大街 1 号  
国贸大厦 2 座 28 层  
电话: (8610) 6505-1166  
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司  
北京建国门外大街证券营业部  
中国 北京 100022  
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号  
SK 大厦 1 层  
电话: (8610) 8567-9238  
传真: (8610) 8567-9169

## 上海

中国国际金融有限公司  
上海分公司  
中国 上海 200120  
陆家嘴环路 1233 号  
汇亚大厦 32 层  
电话: (8621) 5879-6226  
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司  
上海淮海中路证券营业部  
中国 上海 200020  
淮海中路 398 号  
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B  
电话: (8621) 6386-1195  
传真: (8621) 6386-1196

## 香港

中国国际金融香港证券有限公司  
国际金融中心第一期 29 楼  
中环港景街 1 号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司  
国际金融中心第一期 29 楼  
中环港景街 1 号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## 深圳

中国国际金融有限公司  
深圳福华一路证券营业部  
中国 深圳 518048  
福田区福华一路 6 号  
免税商务大厦裙楼 107、201  
电话: (86755) 8832-2388  
传真: (86755) 8254-8243



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。