



2009 年 4 月 22 日

航运业

新闻速评

航运业

杨鑫, CFA

分析师

yangxin@cicc.com.cn

聂迪中

联系人

niedz@cicc.com.cn

行业转暖趋势未确立，提示业绩低于预期和高估值的风险

事件：

自 3 月 25 日提示中海集运的交易性机会以来，中海集运 A 股和 H 股分别上涨 25%和 59%，分别跑赢大盘 14 个百分点和 45 个百分点。自 4 月 8 日提示中国远洋和中海发展的交易性机会以来：中海发展 A 股和 H 股分别上涨 27%和 25%，分别跑赢大盘 19 个百分点和 20 个百分点；中国远洋 A 股和 H 股分别上涨 24%和 24%，分别跑赢大盘 16 个百分点和 18 个百分点。我们对于投资者的建议如下：

评论：

我们认为集运业的转暖趋势尚未确立，行业低谷的反转为时尚早：1) 集运行业 4 月份的货运量可能不能持续 3 月份的激增态势。根据港口网快报数据，3 月份中国集装箱吞吐量环比 2 月份大幅增长 30.9%，同比降幅也有所收窄。与船东交流下来：由于货主预期欧洲航线 4 月份将有提价，部分原计划在 4 月份运出的货物在 3 月份提价前运出，这将使得 4 月份的集运货量增长并不理想。2) 集运运价近期也可能出现反复。船东联合在 4 月 1 日对欧洲航线提价，将 350 美元/TEU 的运价最终提高至 500-600 美元/TEU。但是最近由于货量不太理想，运价又有反复。根据上海航运交易所的数据，中国出口集装箱综合运价指数在 4 月 10 日单周上涨 1.7%之后，于 4 月 17 日再次出现下跌，周跌幅 0.5%。

我们认为航运公司一季度业绩可能差于我们之前的预计，从而大幅低于市场的预期：1) 东方海皇 (NOL) 近日表示公司一季度预计出现 2.4 亿美元的亏损，低于绝大多数分析师预测。该公司 08 年全年的集装箱货运量为 246 万 TEU，相当于中海集运和中国远洋的集运 4 成左右。我们相信中海集运和中国远洋的集运业务一季度业绩也难以独善其身。2) 我们分别将中海集运、中国远洋和中海发展 09 年一季度的净利润预测值从之前业绩预览时的亏损 3.5 亿、亏损 2.3 亿和盈利 6 亿，分别下调至亏损 10 亿、亏损 15 亿和盈利 4.6 亿 (图 1)。中国远洋的 08 年每股收益预计与我们之前的估计的 1.18 元相当，而 09 年一季度业绩预计-0.15 元，08 年和 09 年一季度业绩均将大幅低于市场预期。中海集运-0.09 元的一季度业绩也将低于市场预期 (图 2)。中海发展一季度业绩也将略低于市场预期。

目前航运公司的估值已经偏高：1) H 股的中国远洋和中海发展 09 年市净率分别为 1.2 倍和 1.3 倍，显著高于国际可比公司估值。2) H 股的中海集运自去年底 0.2 倍的市净率水平上涨至目前 0.7 倍的市净率，与国际可比公司相当。而且目前集运运价水平低于 02 年行业低谷时的水平，但现在国际可比公司 0.7 倍的市净率却远高于 02 年时 0.2 至 0.4 倍的水平 (图 4)。由于短期内集运运价运量存在回调压力，长期来看集运行业转暖趋势还不确定，所以整个集运板块的估值存在回调压力。3) A 股方面：中国远洋、中海集运、中海发展和中远航运的估值都明显偏高 (图 5)。

二季度 BDI 仍有上涨动力，但建议投资者暂时回避干散货航运公司的即将公布的业绩风险。BDI 自 4 月 8 日以来上涨 18%，符合之前预期，我们也认为 BDI 在二季度仍有上涨空间。不过干散货航运公司股价涨幅已远高于 BDI 涨幅，而且近期即将公布的业绩很可能低于市场预期 (图 1)，我们还是建议投资者在此期间先暂时回避估值和业绩风险为佳。

建议：

H 股综合估值、近期涨幅和业绩风险来看：中海集运目前风险最高，中国远洋其次，建议投资者卖出；而中海发展也面临回调压力，应暂时回避业绩和估值风险。A 股：我们建议持有航运股的投资者短期内可以获利回吐。

图 1: 三家航运公司的一季度业绩预测

	评级	08年报公布日	一季报公布日	1Q09E	4Q08	QoQ	1Q09E	1Q08	YoY
中海发展									
净利润(百万元)	审慎推荐	已公布	2009/04/24	460	647	-29%	460	1,680	-73%
摊薄每股收益(元)				0.14	0.19	-29%	0.14	0.49	-73%
中国远洋									
净利润(百万元)	中性	2009/04/23	2009/04/30	(1,500)	(7,657)	80%	(1,500)	6,132	-124%
摊薄每股收益(元)				(0.15)	(0.75)	80%	(0.15)	0.60	-124%
中海集运									
净利润(百万元)	中性	已公布	2009/04/28	(1,000)	(296)	-237%	(1,000)	488	-305%
摊薄每股收益(元)				(0.09)	(0.03)	-237%	(0.09)	0.04	-305%

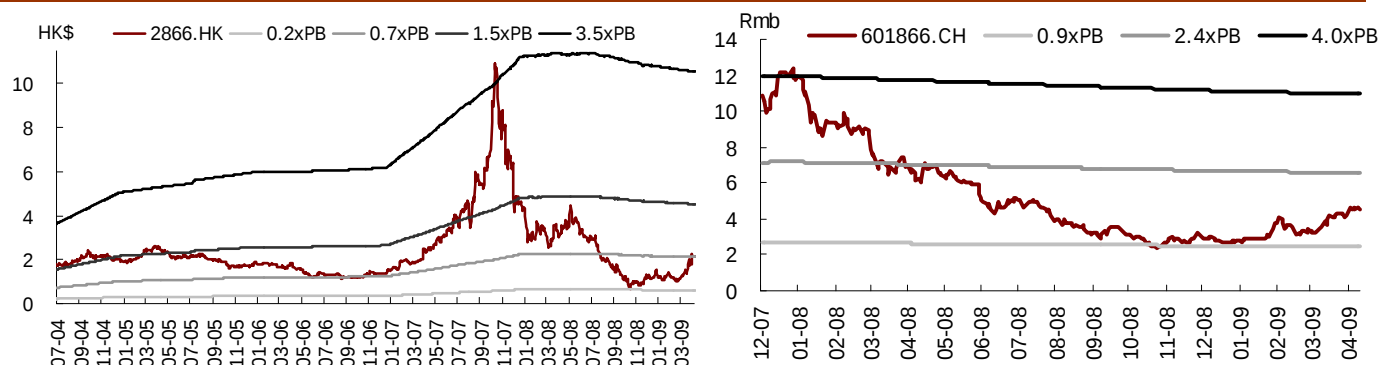
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图 2: 三家航运公司业绩的市场一致预期

人民币元	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2009E	2010E
	中海发展		中国远洋			中海集运	
A 股							
中金预测每股盈利	0.74	0.74	1.18	(0.18)	0.15	(0.13)	0.01
市场预测平均值	0.80	1.04	1.63	0.29	0.56	(0.10)	0.04
中金预测低于市场平均	-7%	-29%	-28%	-160%	-73%	-36%	-67%
H 股							
中金预测每股盈利	0.74	0.74	1.18	(0.18)	0.15	(0.13)	0.01
市场预测平均值	0.81	0.82	1.66	0.37	0.17	(0.09)	(0.00)
中金预测低于市场平均	-8%	-10%	-29%	-149%	-13%	-43%	436%

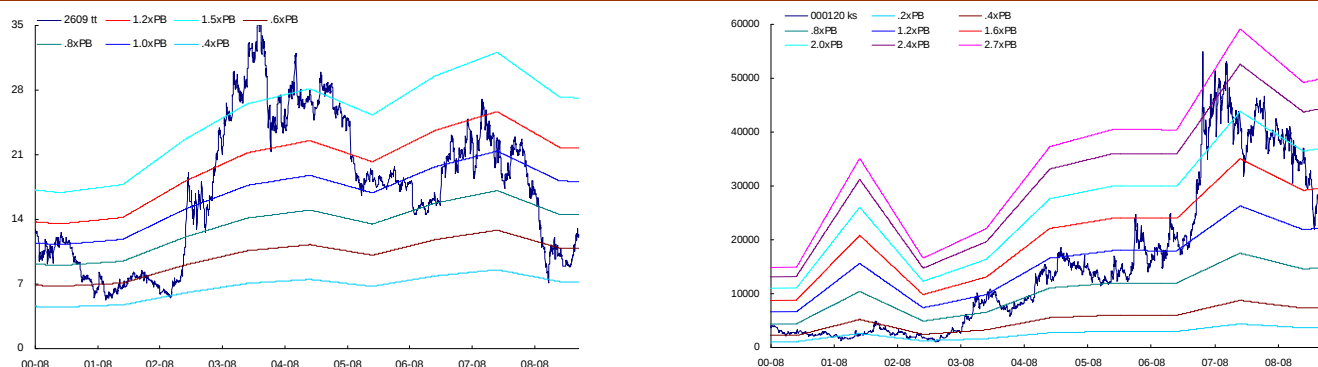
资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

图 3: 中海集运 H 股(左)和 A 股(右)的历史市净率水平



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

图 4: 部分国际可比集运公司的历史市净率水平



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

图 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
中海发展*	600026 CH Equity	审慎推荐	14.40	1.35	1.58	0.74	0.74	10.7	9.1	19.5	19.4	3.0	2.3	2.1	2.0	28.6	25.2	11.0	10.1	3.6	2.1	1.0	1.0
中远航运*	600428 CH Equity	中性	11.55	0.82	1.11	0.42	0.44	14.1	10.5	27.2	26.3	4.5	3.5	3.1	2.9	32.2	33.2	11.6	10.9	1.7	1.9	0.7	0.8
长航油运*	600087 CH Equity	中性	6.07	0.20	0.37	0.20	0.37	30.9	16.4	30.7	16.3	2.1	2.2	1.8	1.6	6.8	13.2	5.7	9.7	-	1.6	-	1.8
中国远洋*	601919 CH Equity	中性	13.91	1.87	1.18	(0.18)	0.15	7.4	11.8	n.a	n.a	3.2	2.6	2.8	2.7	42.5	22.4	(3.6)	3.0	2.6	1.7	-	-
招商轮船*	601872 CH Equity	中性	5.51	0.25	0.36	0.19	0.27	22.3	15.3	29.1	20.5	2.2	2.0	1.9	1.8	9.7	13.1	6.6	8.6	2.0	2.0	0.5	0.7
中海集运*	601866 CH Equity	中性	4.53	0.28	0.01	(0.13)	0.01	16.1	n.a	n.a	n.a	1.5	1.7	1.8	1.8	9.4	0.4	(5.2)	0.5	3.4	-	-	-
宁波海运	600798 CH Equity	n.a	9.17	0.34	0.53	0.24	n.a	27.0	17.3	38.7	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
中海海盛	600896 CH Equity	n.a	7.96	0.45	0.23	0.28	0.14	17.7	34.6	28.4	56.9	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
平均值								18.3	16.4	28.9	27.9	2.7	2.4	2.3	2.1	21.5	17.9	4.4	7.1	2.2	1.6	0.4	0.7
中值								16.9	15.3	28.7	20.5	2.6	2.2	2.0	1.9	19.1	17.8	6.2	9.1	2.3	1.8	0.2	0.7

资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

图 6: H 股航运公司估值表

港股航运公司	公司股票代码	评级	股价 (港币)	每股收益 (人民币)				市盈率				市净率				净资产收益率				股息收益率			
				2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E
中海发展	1138 HK Equity	Accumulate	9.66	1.34	1.58	0.74	0.74	6.8	5.3	11.5	11.8	1.9	1.3	1.3	1.2	28.3	25.2	11.0	10.2	5.6	3.6	1.7	1.6
中国远洋	1919 HK Equity	Hold	6.86	1.91	1.18	(0.18)	0.15	3.4	5.0	(34.2)	40.8	1.4	1.1	1.2	1.2	41.8	22.7	(3.5)	2.9	3.0	6.0	-	-
中海集运	2866 HK Equity	Hold	2.13	0.28	0.00	(0.13)	0.01	7.2	499.4	(14.1)	162.8	0.7	0.7	0.7	0.8	8.8	0.1	(5.3)	0.5	2.0	-	-	-

资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

图 7: 国际可比干散货航运公司估值表

干散货	货币	公司股票代码	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
DIANA SHIPPING	USD	DSX US Equity	14.13	1.79	2.96	1.61	1.49	7.9	4.8	8.8	9.5	1.3	1.3	1.2	1.1	19.9	27.4	13.4	10.6	14.9	20.2	n.a	-
EAGLE BULK SHIPP	USD	EGLE US Equity	5.74	1.29	1.50	1.04	0.25	4.4	3.8	5.5	22.6	0.5	0.5	0.5	0.5	12.5	13.1	8.9	3.0	34.3	29.1	n.a	n.a
GENCO SHIPPING	USD	GNK US Equity	16.56	3.01	6.74	4.61	2.91	5.5	2.5	3.6	5.7	0.8	0.6	0.6	0.6	18.1	28.3	14.6	10.5	15.9	21.2	21.1	18.1
DRYSHIPS INC	USD	DRYS US Equity	6.27	8.95	10.41	0.70	0.88	0.7	0.6	9.0	7.1	0.3	0.2	0.7	0.6	61.6	26.7	3.1	6.5	12.8	9.6	-	-
EXCEL MARITIME	USD	EXM US Equity	6.50	(1.2)	1.50	0.98	0.80	(5.3)	4.3	6.6	8.1	0.3	0.3	0.2	0.3	(6.4)	6.5	1.0	2.7	9.2	20.5	-	n.a
KAWASAKI KISEN	JPY	9107 JP Equity	411.00	131.36	45.55	19.71	30.53	3.1	9.0	20.8	13.5	0.7	0.7	0.7	0.7	23.7	10.4	4.4	4.9	6.3	3.3	1.5	1.6
PRECIOUS SHIPPIN	THB	PSL TB Equity	12.70	4.75	2.77	1.72	1.74	2.7	4.6	7.4	7.3	0.8	0.8	0.7	0.7	32.7	17.6	11.5	9.1	15.7	9.9	6.3	4.5
PACIFIC BASIN	USD	2343 HK Equity	0.54	0.31	0.31	0.05	0.00	1.7	1.7	11.8	540.5	1.2	0.6	0.7	0.7	54.4	44.0	6.5	(0.1)	n.a	n.a	3.3	0.9
SINOTRANS SHIPPI	USD	368 HK equity	0.34	0.09	0.02	0.01	0.01	3.9	20.0	33.9	28.3	0.7	0.7	0.7	0.7	13.3	4.4	3.6	3.3	-	2.7	2.1	1.2
平均值								2.7	5.7	11.9	71.4	0.7	0.6	0.7	0.6	25.5	19.8	7.5	5.6	13.7	14.5	4.9	3.8
中值								3.1	4.3	8.8	9.5	0.7	0.6	0.7	0.7	19.9	17.6	6.5	4.9	13.8	15.0	2.1	1.2

资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

图 8: 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 Shgh Container Lines*	CNY	2866 hq equity	2.13	0.28	0.00	(0.13)	0.01	7.2	499.4	(13.8)	162.8	0.7	0.7	0.7	0.8	8.8	0.1	(5.3)	0.5	2.0	-	-	-
Yang Ming	TWD	2609 tt equity	12.40	2.36	0.54	(0.75)	(0.77)	5.2	22.9	(16.6)	(16.2)	0.6	0.6	0.7	0.7	12.9	1.9	(5.9)	(4.3)	7.3	2.1	0.6	0.6
Hanjin	KRW	000700 ks equity	21,600.00	1,934.51	148.34	236.67	1,191.27	11.2	145.6	91.3	18.1	0.6	0.7	0.7	0.6	5.7	(1.2)	0.7	5.3	4.6	3.5	3.0	3.0
Evergreen	TWD	2603 tt equity	17.85	3.53	0.28	(0.40)	0.05	5.1	63.3	(45.1)	371.9	0.8	0.8	0.8	0.8	16.3	1.4	(1.5)	1.3	9.5	1.8	0.3	0.6
Wan Hai	TWD	2615 tt equity	15.50	2.90	0.92	0.04	0.44	5.3	16.8	360.5	35.5	1.0	1.0	1.1	1.0	19.9	6.6	(0.0)	3.5	13.5	2.8	1.2	1.4
Orient Overseas	USD	316 hq equity	2.95	4.03	0.33	(0.14)	0.00	0.7	9.0	(20.5)	2,947.9	0.4	0.4	0.4	0.4	33.1	4.9	(2.1)	0.5	36.4	3.3	0.5	0.9
Nephtune Orient Lines Limited	USD	NOL SP Equity	0.91	0.33	0.12	(0.17)	(0.05)	2.7	7.4	(5.3)	(17.5)	0.5	0.5	0.6	0.6	17.9	6.8	(8.5)	(2.4)	7.9	5.6	1.0	0.9
平均值								5.4	109.2	50.1	500.4	0.7	0.7	0.7	0.7	16.4	2.9	(3.2)	0.6	11.6	2.7	1.0	1.1
中值								5.2	22.9	(13.8)	35.5	0.6	0.7	0.7	0.7	16.3	1.9	(2.1)	0.5	7.9	2.8	0.6	0.9

资料来源: Bloomberg、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。