



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

观点聚焦

2009 年 7 月 15 日

航运业

研究部

杨鑫, CFA

分析员

yangxin@cicc.com.cn

聂迪中

联系人

niedz@cicc.com.cn

关注 BDI “跌出来”的交易性机会

6 月份干散货航运市场月报

投资提示:

基于对 BDI 短期内触底反弹的判断, 我们提示“中国远洋”、“中海发展”和其它干散货航运相关的股票在短期内存在交易性机会。

理由:

与我们之前的预期一致, BDI 在 6 月初达到年内高点后出现持续下滑, 截至 7 月 13 日 BDI 跌至 2975 点, 28 个交易日累计下跌幅度高达 30.7%。不过 7 月 14 日, BDI 报收于 3097 点, 比前一交易日大幅反弹了 4.1%。

我们认为未来一个月 BDI 下行空间不大, 存在触底反弹的机会。1) 5 月份 BDI 在铁矿石抢运和投机因素中迅速拉高, 而在 6 月份投机因素消散后快速回落, 7 月份则在超跌后趋稳回升。这一趋势符合近 8 年来各月运价均值的走势。2) 如果 BDI 继续下探至 2000 点, 那么许多船东又将面临亏损, 运力又将出现收缩, 从而会支持运价出现反弹。目前在船东对于需求的预期没有急剧恶化的情况下, BDI 继续大幅下挫的空间不大。3) 远期运费已经连续数日出现反弹, 而三月份远期价格已经高于目前的实际即时运价, 侧面反映出市场参与者对于运价短期走势相对乐观的判断。4) 由于中国下半年房地产投资将出现提速, 在建的基建项目下半年还将继续释放对于钢材的需求, 因此中国钢铁行业对于铁矿石的需求还将维持强劲。虽然三季度由于抢运囤积因素的消退, 中国铁矿石进口量难以超过二季度, 但是下滑幅度不会太大。5) 中国以外其它主要铁矿石进口国的粗钢产量在三季度存在企稳回升的较大可能, 可以弥补一部分中国铁矿石进口量小幅下滑带来的需求缺口。6) 从煤炭和粮食运输的季节性来看, 三季度这两种货种的货量通常高于二季度。

估值:

A 股来看: 由于航运板块自 4 月份以来股价涨幅滞后, 没有充分反映二季度 BDI 回升带来的估值提升, 所以我们提示航运板块随着 BDI 企稳反弹出现补涨的机会。

H 股来看: 由于近一个月以来航运板块调整较大, 而且 H 股航运板块的股价表现与 BDI 相关性大, 我们提示在 BDI 企稳反弹过程中出现的交易性机会。

中国远洋业绩相对于 BDI 弹性最大, 而中海发展具备估值优势, 因此存在较大的交易性机会。

风险:

由于整个行业供过于求的状况未现根本改善, 我们维持对干散货市场的长期观点不变: 干散货运输业将长期处于行业低谷, 船多货少的现象将持续较长时间。

目录

运价回顾：BDI 跌近阶段性底部	3
需求分析：中国铁矿石进口回落幅度有限，关注外围需求回升	5
运力供给分析：供给压力仍存	9
运价走势判断：阶段性反弹的可能性较大	11
近期投资策略：关注相关股票的交易性机会	12

图表目录

图表 1：BDI 指数月度均值	3
图表 2：各干散货船型运价指数近期走势	3
图表 3：各干散货船型目前的租金水平	4
图表 4：Capesize 船型 FFA 运价相对于目前即期运价的溢价或折价情况	4
图表 5：Capesize 船型 FFA 运价的走势	4
图表 6：中国铁矿石进口量	6
图表 7：中国粗钢日均产量	6
图表 8：中国进口印度现货铁矿石的到岸价格和国产矿的价差	6
图表 9：中国进口澳洲现货铁矿石的到岸价格和国产矿的价差	6
图表 10：中国铁矿石港口库存	7
图表 11：澳大利亚和巴西的铁矿石装港量	7
图表 12：中国以外其他地区的粗钢产量	7
图表 13：日本的铁矿石进口量	7
图表 14：主要煤炭进口国煤炭进口量的月度同比增速	8
图表 15：欧日韩煤炭进口的季节性	8
图表 16：美国粮食出口的同比增速	8
图表 17：美国粮食进口的季节性	8
图表 18：干散货船新船交付、拆船和运力净增减情况	9
图表 19：干散货船月度交付量	9
图表 20：干散货新签造船订单量	10
图表 21：干散货船手持订单运力占目前船队运力的比例	10
图表 22：BDI 指数的季节性	11
图表 23：全球干散货航运业供求关系预测	11
图表 24：A 股航运公司股价表现	12
图表 25：H 股航运公司股价表现	13
图表 26：A 股航运公司估值	13
图表 27：H 股航运公司估值	13
图表 28：国际干散货航运可比公司估值	13
图表 29：中海发展 A 股历史估值水平	14
图表 30：中海发展 H 股历史估值水平	14
图表 31：中国远洋 A 股历史估值水平	14
图表 32：中国远洋 H 股历史估值水平	15
图表 33：中远航运 A 股历史估值水平	15
图表 34：招商轮船 A 股历史估值水平	15
图表 35：中海发展财务摘要	16
图表 36：中国远洋财务摘要	17
图表 37：中远航运财务摘要	18
图表 38：招商轮船财务摘要	19

运价回顾：BDI 跌近阶段性底部

与我们之前的预期一致，BDI 在 6 月初达到年内高点后出现持续下滑。具体来看，BDI 在 6 月 3 日达到 4291 点的年内高点，之后一路下滑至 7 月 13 日的 2975 点，28 个交易日的累计下跌幅度高达 30.7%。

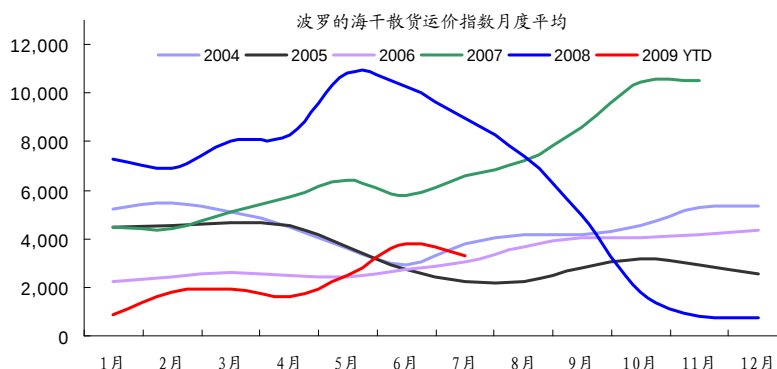
在本轮下跌中，承运铁矿石为主的好望角船运价领跌。6 月 3 日至 7 月 13 日期间，好望角船、巴拿马船、大灵便船和小灵便船的运价指数分别累计下跌了 41.2%、15.7%、1.5% 和 9.0%（图表 2）。

7 月 14 日 BDI 开始出现反弹。截至 7 月 14 日，BDI 报收于 3097 点，比前一交易日反弹了 4.1%。

值得注意的是在 BDI 触底之前，远期运费协议的价格已经先行开始企稳反弹。1) 7 月 8 日起，好望角船各到期日的 FFA 远期运费价格开始企稳，并在之后出现温和反弹（图表 4）。2) 截至目前，好望角船三季度交割的 FFA 价格已经高于目前的即期市场价格（图表 5）。上述现象反映出市场对于短期 BDI 走势相对乐观的看法。

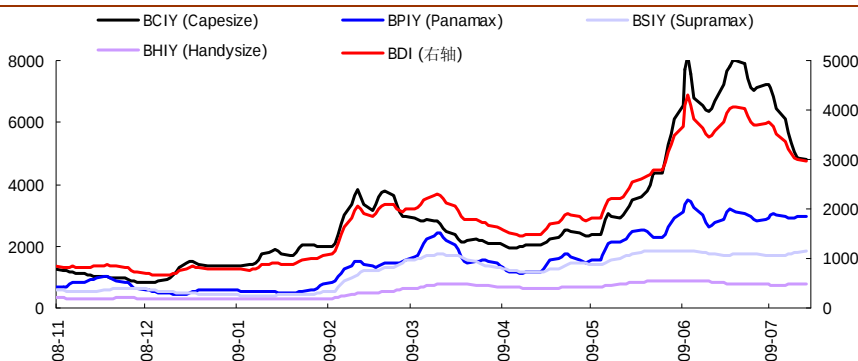
我们认为：虽然中国抢运铁矿石的热情已经明显消退，但是中国投资带动的铁矿石需求依然强劲，而日本欧盟等外国市场对大宗商品的进口在下半年也有可能触底反弹并带来增量需求，加之前期 BDI 下跌过快，所以 BDI 短期内继续大幅下跌的可能性已经大大减少。

图表 1：BDI 指数月度均值



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

图表 2：各干散货船型运价指数近期走势



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

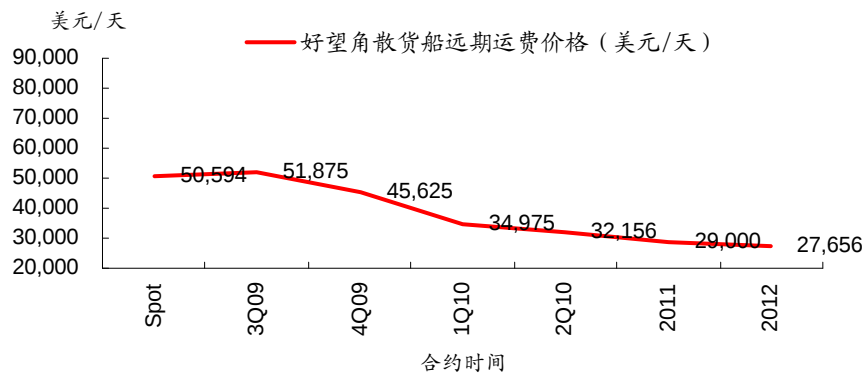
图表 3: 各干散货船型目前的租金水平

美元/天	即期市场等价期租水平						
	09年6月	09年5月	环比增长	09年6月	08年6月	同比增长	2009-7-10
Capesize-99/00年建造	72,334	33,913	113%	72,334	170,386	-58%	47,735
Panamax-97/98年建造	21,137	13,555	56%	21,137	65,691	-68%	19,585
Handymax-45,00dwt	15,375	14,500	6%	15,375	56,938	-73%	16,375

美元/天	一年期租水平						
	09年6月	09年5月	环比增长	09年6月	08年6月	同比增长	2009-7-10
Capesize-150,000 dwt	37,563	25,100	50%	37,563	135,313	-72%	34,000
Panamax-65,000 dwt	13,250	8,955	48%	13,250	65,188	-80%	12,750
Handymax-45,00 dwt	12,750	11,850	8%	12,750	53,125	-76%	13,750

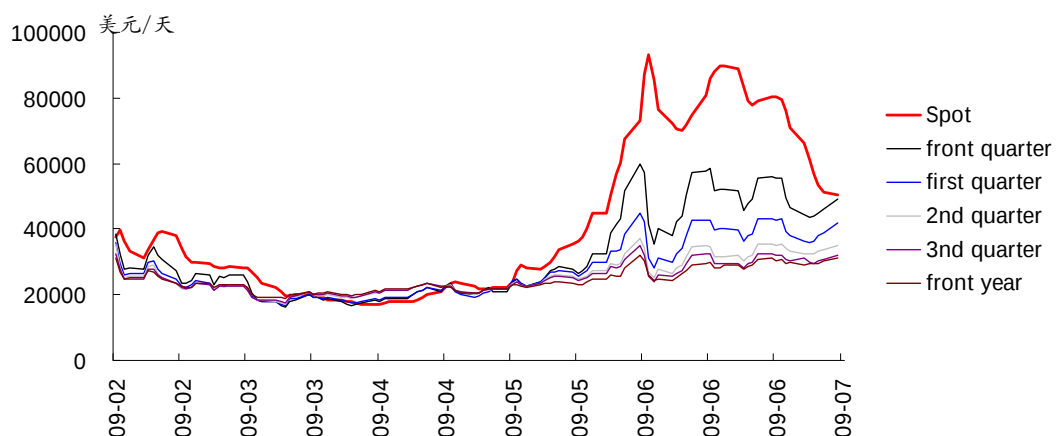
资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

图表 4: Capesize 船型 FFA 运价相对于目前即期运价的溢价或折价情况



资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

图表 5: Capesize 船型 FFA 运价的走势



资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

需求分析：中国铁矿石进口回落幅度有限，关注外围需求回升

由于本轮 BDI 下跌仍然由好望角船型领跌，因此本轮运价下跌的因素仍与铁矿石贸易息息相关。和我们之前的观点一样，从需求面来看本轮 BDI 下跌的原因主要包括：

- ▶ **5-6 月间进口铁矿石价格相对于国产矿价格的价差明显收窄，而 6 月至今价差一直得以维持较低水平，这使得 6-7 月的抢运情绪有所降温。**印度矿和国产矿的估算价差从 5 月 8 日的 166 人民币/吨收窄到 6 月 9 日的 91 人民币/吨，而在此之后一个月内价差一直维持在 90 至 110 人民币/吨之间（图表 8）。澳洲矿和国产矿的估算价差从 5 月 13 日的 190 人民币/吨收窄到 6 月 10 日的 100 人民币/吨，而在此之后一个月内价差一直维持在 90 至 120 人民币/吨之间（图表 9）。
- ▶ **港口库存逼近历史高位：**截至 7 月 3 日，全国港口铁矿石库存攀高至 7237 万吨（图表 10），而根据业内人士判断，如果包括除了港口以外的其它区域，全国的铁矿石库存将远远高于上述统计。过高的库存或多或少会给运价带来压力。
- ▶ **负面消息不断使得观望情绪加重：**6 月中旬曾有消息称三大铁矿石供应商从 6 月中旬停止了现货矿的供应以对钢企“施压”，虽然 7 月初最终辟谣（新浪财经新闻），但是当时消息的传出也加剧了市场对于铁矿石货量下滑的担忧。而 6 月底铁矿石谈判未能如期完成、力拓间谍门事件等等负面消息频出，也使得贸易商和船东短期内对市场走势出现观望态度。

往后来看，我们认为影响全球铁矿石运输需求的主要因素有以下三点：

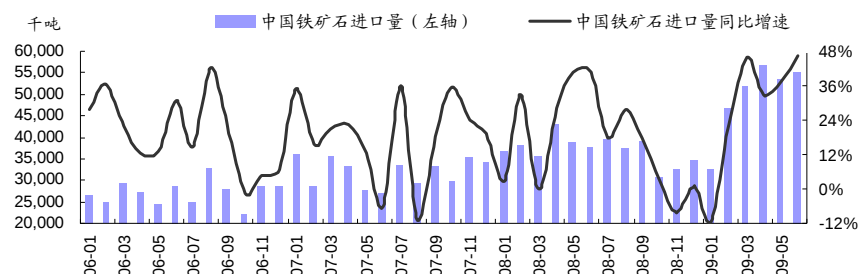
- ▶ **中国铁矿石的需求维持在较高水平：**我们认为由于中国财政刺激计划的实施，在上半年开工的基础建设项目在下半年的建设过程中还将释放出大量的钢材需求；房地产行业的复苏带动下半年房地产投资的大量增长也将新增一部分钢材的需求；而汽车家电等一系列下游行业的持续恢复还将支撑一定数量的钢材需求。基于以上判断，我们认为中国钢铁行业下半年仍然存在较为旺盛的铁矿石需求。根据最新统计，中国 5 月份粗钢日均产量高达 149 万吨，创出历史最高纪录（图表 7）。铁矿石进口量仍维持较高水平：6 月份 5529 万吨的进口量虽然比 4 月份 5700 万吨的历史最高水平略低，但同比去年 6 月仍大增 46%，这已经是今年连续第 4 个月突破 5000 万吨的进口量（图表 6）。我们认为这反映出：虽然目前国内囤积抢运铁矿石的热情有所冷却，但是由于国内投资的拉动，钢铁行业对铁矿石的需求还保持强劲。
- ▶ **抢运因素的减弱将使得三季度中国铁矿石进口量很可能低于二季度：**我们认为，由于二季度铁矿石的提前抢运，即使乐观假设全年粗钢产量同比增长 8%，港口铁矿石库存继续攀高至 1 亿吨，而且进口矿继续替代国产矿的趋势继续扩大，那么下半年的铁矿石月均进口量也很难超过 4 月份 5700 万吨的高点（参见 6 月 1 日的航运业报告）。而通常来看，由于铁矿石在谈判前抢运因素的消失，三季度铁矿石运输需求也较二季度有轻微减少。
- ▶ **外国市场的企稳可能带来新的需求增长点：**1) 今年上半年的全球铁矿石贸易中，中国铁矿石进口一枝独秀，支撑起全球的运输需求。前 5 个月，中国粗钢产量同比增长 0.7%，而世界其它地区则同比大幅下滑 36%；今年前 6 个月，中国铁矿石进口量同比大增 29.3%，而日本作为全球第二大进口国，前 5 个月的进口量同比下滑 36.8%。2) 不过世界其它国家的铁矿石进口量已出现触底迹象。例如，5 月份中国以外其它国家的粗钢产量出现 4.3% 的环比正增长，同比降幅也有所收窄（图表 12）。4 月份至 5 月份，日本的粗钢产量连续两个月出现环比反弹（图表 13）。

而从煤炭粮食等其它货种来看，短期内依旧增长乏力，但下半年北美粮食出口和全球煤炭运输的恢复仍可能成为推动干散货运输需求的积极因素：

- ▶ **煤炭：**1) 5 月份全球煤炭贸易量继续低迷：日本 5 月份煤炭进口量同比下降 31.6%，同比降幅比 4 月份扩大 3.2 个百分点；韩国 5 月份煤炭进口量同比下降 26.9%，同比降幅比 4 月份扩大 10.6 个百分点（图表 14）；2) 下半年是日韩欧盟等主要煤炭进口国的进口旺季。在 97 年到 07 年的 11 年间，上述三地下半年煤炭进口量平均比上半年高 2.7%（图表 15）。我们预计由于季节性因素，下半年全球煤炭贸易量将企稳。

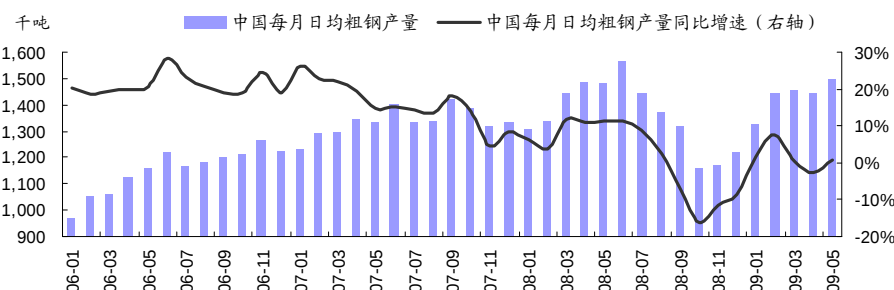
- **粮食：**1) 美国 6 月份三种主要粮食作物的出口量同比下滑 12.3%，同比降幅收窄 4.4 个百分点（图表 16）；2) 美国等北美粮食出口国的粮食出口通常在 6 月份见底，三季度出口在小麦收割的带动下略好于二季度，而四季度出口在大豆的强劲带动下明显走高（图表 17）。

图表 6：中国铁矿石进口量



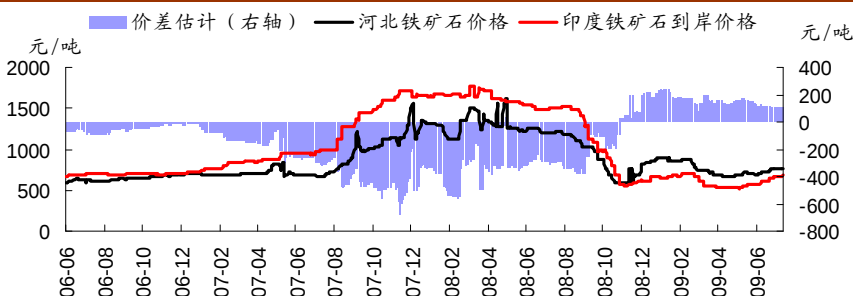
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 7：中国粗钢日均产量



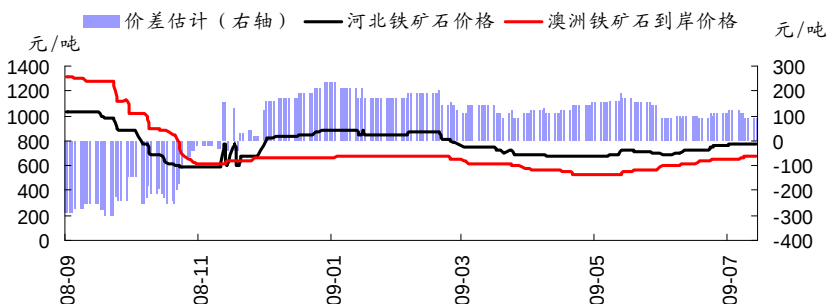
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 8：中国进口印度现货铁矿石的到岸价格和国产矿的价差



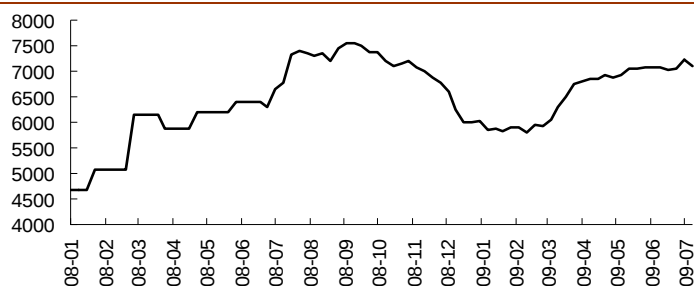
资料来源：Bloomberg、我的钢铁、中金公司研究部

图表 9：中国进口澳洲现货铁矿石的到岸价格和国产矿的价差



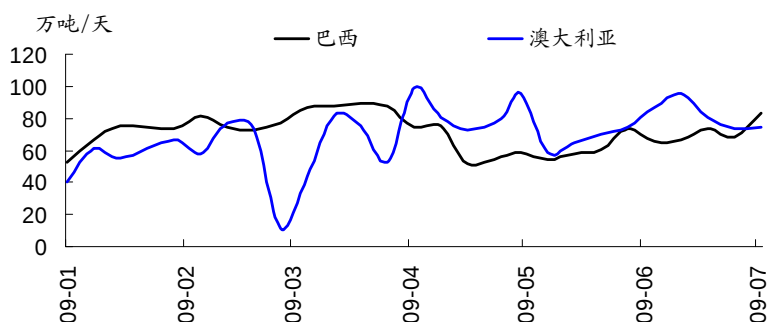
资料来源：Bloomberg、我的钢铁、中金公司研究部

图表 10: 中国铁矿石港口库存



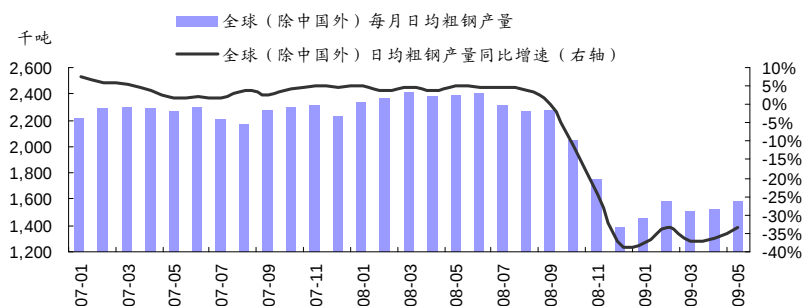
资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

图表 11: 澳大利亚和巴西的铁矿石装港量



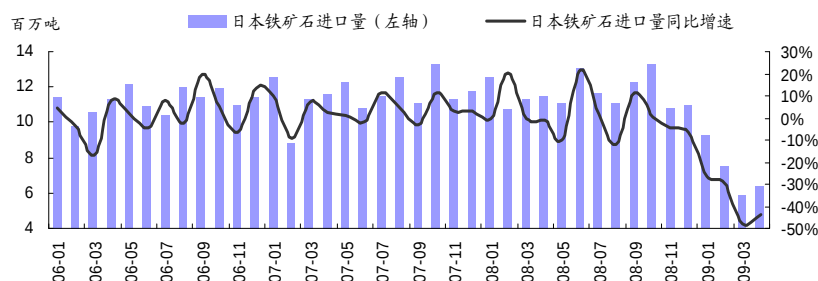
资料来源: 钢之家、中金公司研究部

图表 12: 中国以外其他地区的粗钢产量



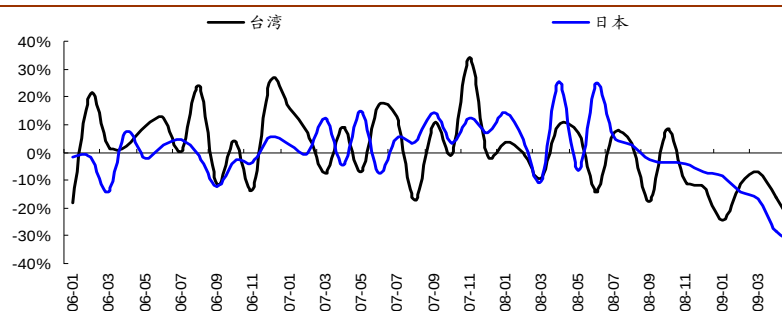
资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

图表 13: 日本的铁矿石进口量



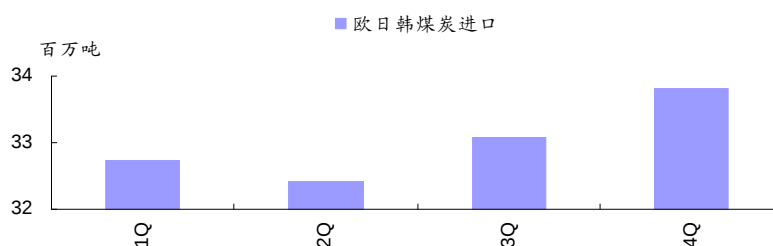
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 14: 主要煤炭进口国煤炭进口量的月度同比增速



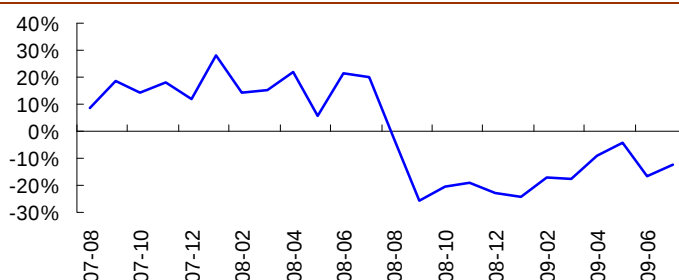
资料来源: CEIC、Clarkson、中金公司研究部

图表 15: 欧日韩煤炭进口的季节性



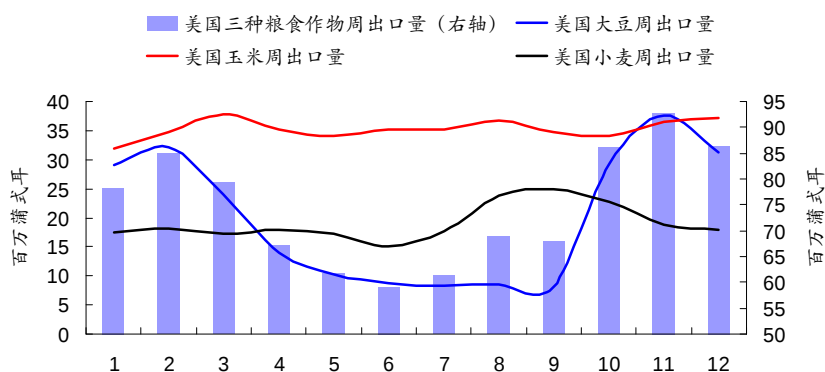
资料来源: CEIC、Clarkson、中金公司研究部

图表 16: 美国粮食出口的同比增速



资料来源: CEIC、Clarkson、中金公司研究部

图表 17: 美国粮食出口的季节性



资料来源: CEIC、Clarkson、中金公司研究部

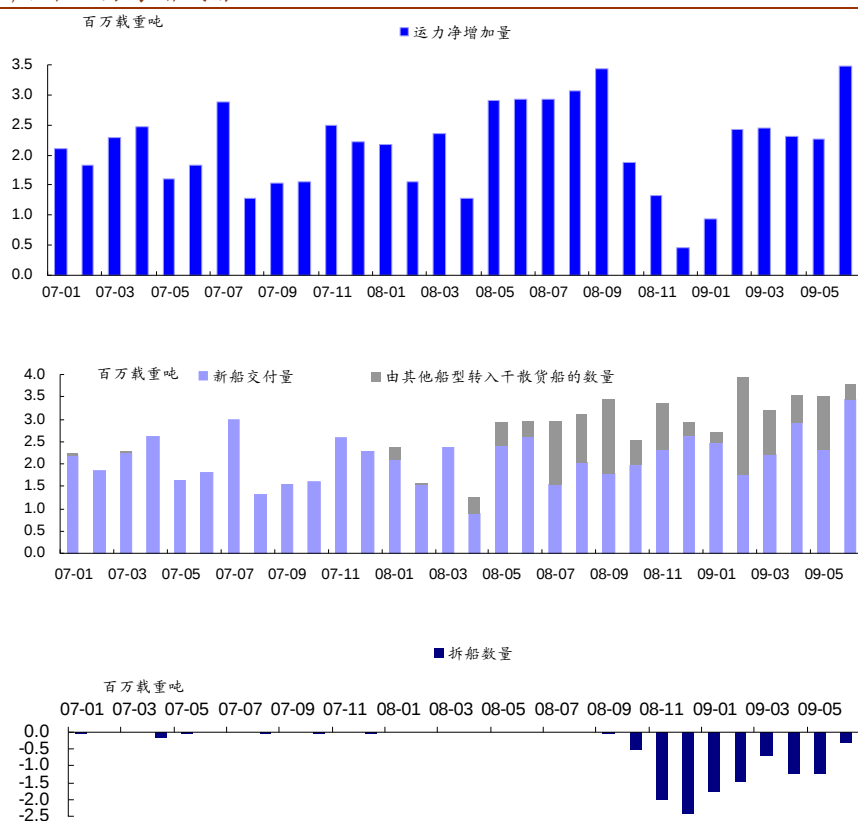
运力供给分析：供给压力仍存

今年上半年干散货运输市场累计净增运力 1389 万载重吨，比去年同期多 68 万载重吨。今年 6 月底全球干散货船运力同比扩张速度达到 6.65%。上半年具体来看：新船交付量达 1514 万载重吨，同比增长 27%；由其他船型转入或其它原因增加的运力达 555 万载重吨，同比增长 2.7 倍；拆船数量达 671 万载重吨，而去年同期几乎没有拆船（图 18）。

单从 6 月来看，净增运力高达 348 万载重吨，为今年以来最高单月。具体来看：1) 当月新船交付量高达 346 万载重吨，成为今年以来最高的一个月，这与我们之前对订单的分析结果相一致；2) 当月拆船只有 32 万载重吨，为今年以来最低的一个月。

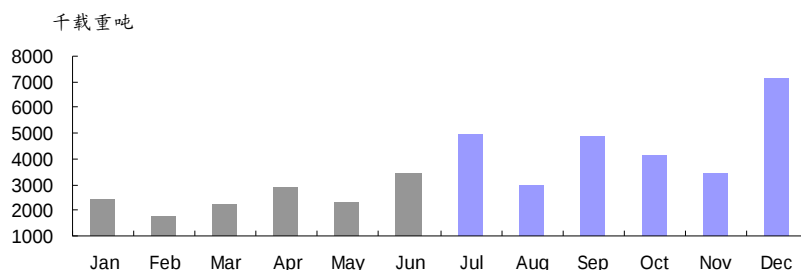
我们预计下半年新船交付量将高于上半年（图表 19）。

图表 18：干散货船新船交付、拆船和运力净增减情况



资料来源：Clarkson、中金公司研究部

图表 19：干散货船月度交付量

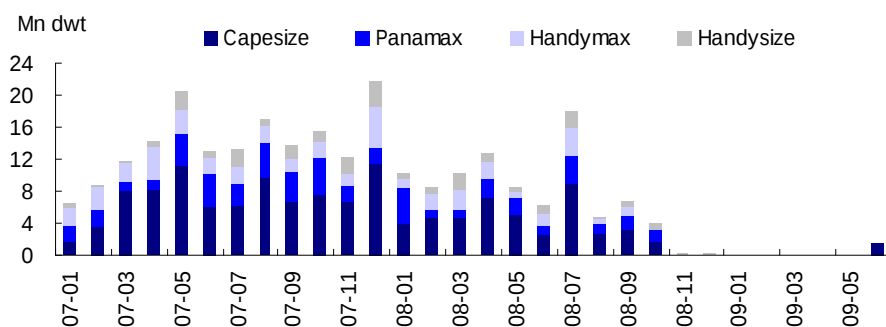


资料来源：Clarkson、中金公司研究部

从新签和手持订单来看：

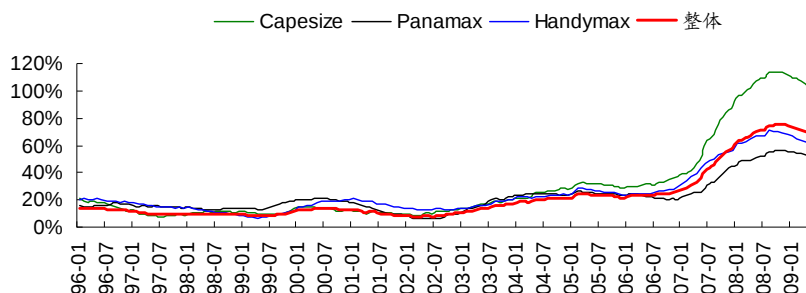
- ▶ 新船建造市场略有好转，但维持低位：5 月份共有 5 艘共计 163 万载重吨的新船订单（图表 20），这是自 08 年 11 月以来最多的一个月，但仍属极低的水平。
- ▶ 不过由于之前几年签订了大量订单，目前订单量占现有运力比例仍然高达 66%，比 08 年三季度 75% 的历史最高值有所下滑。但 06 年以前该比例则一直低于 25%，目前 66% 的比例还是明显偏高。目前 Capesize 的订单比例高达 96%，为所有船型中最高的一种，这也表明了该船型未来扩张速度最快，对运价造成的压力也最大（图表 21）。

图表 20：干散货新建造船订单量



资料来源：Clarkson、中金公司研究部

图表 21：干散货船手持订单运力占目前船队运力的比例



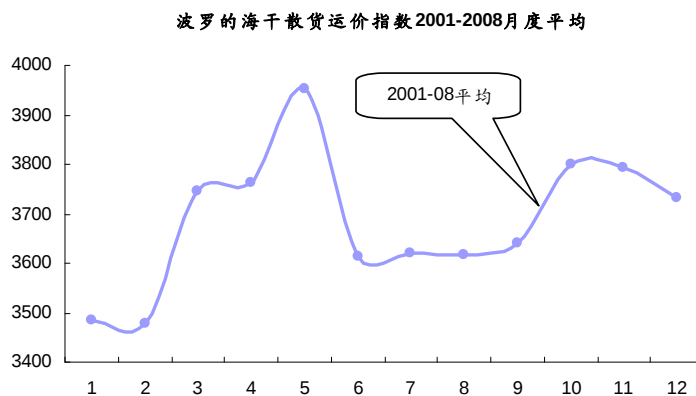
资料来源：Clarkson、中金公司研究部

运价走势判断：阶段性反弹的可能性较大

我们认为未来一个月 BDI 下行空间不大，存在触底反弹的机会。1) 5 月份 BDI 在铁矿石抢运和投机因素中迅速拉高，而在 6 月份投机因素消散后快速回落，7 月份则在超跌后趋稳回升。这一趋势符合近 8 年来各月运价均值的走势。2) 如果 BDI 继续下探至 2000 点，那么许多船东又将面临亏损，运力又将出现收缩，从而会支持运价出现反弹。目前在船东对于需求的预期没有急剧恶化的情况下，BDI 继续大幅下挫的空间不大。3) 远期运费已经连续数日出现反弹，而三月份远期价格已经高于目前的实际即时运价，侧面反映出市场参与者对于运价短期走势相对乐观的判断。4) 由于中国下半年房地产投资将出现提速，在建的基建项目下半年还将继续释放对于钢材的需求，因此中国钢铁行业对于铁矿石的需求还将维持强劲。虽然三季度由于抢运囤积因素的消退，中国铁矿石进口量难以超过二季度，但是下滑幅度不大。5) 中国以外其它主要铁矿石进口国的粗钢产量在三季度存在企稳回升的较大可能，可以弥补一部分中国铁矿石进口量小幅下滑带来的需求缺口。6) 从煤炭和粮食运输的季节性来看，三季度这两种货种的货量通常高于二季度。

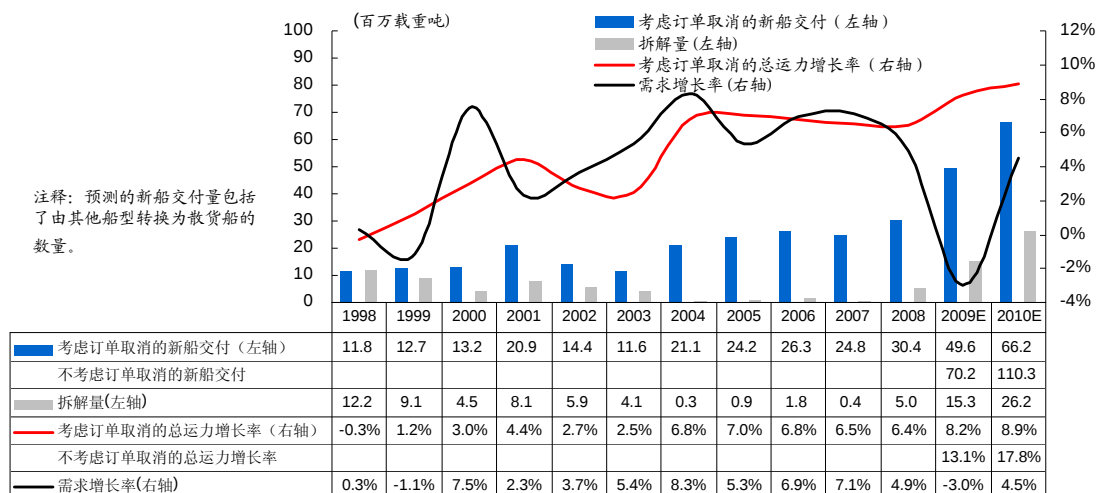
由于整个行业供过于求的状况未现根本改善，我们维持对于散货市场的长期观点不变：干散货运输业将长期处于行业低谷，船多货少的现象将持续较长时间。

图表 22: BDI 指数的季节性



资料来源: Clarkson、中金公司研究部

图表 23: 全球干散货航运业供求关系预测



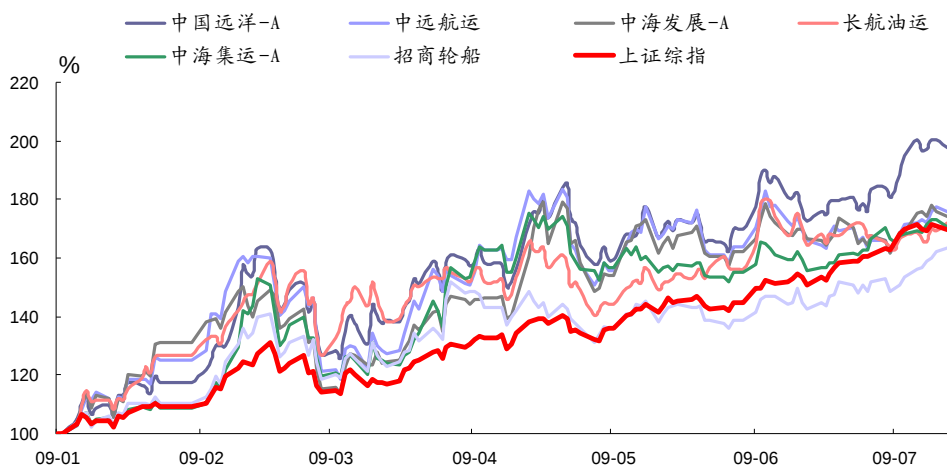
资料来源: Clarkson、中金公司研究部

近期投资策略：关注相关股票的交易性机会

由于行业彻底反转的迹象还未显现，我们并不认为干散货相关股票目前存在长期的投资机会。不过基于对 BDI 未来一个月上行可能性较大的判断，我们提示干散货航运相关的股票在未来一个月存在一定的交易性机会。

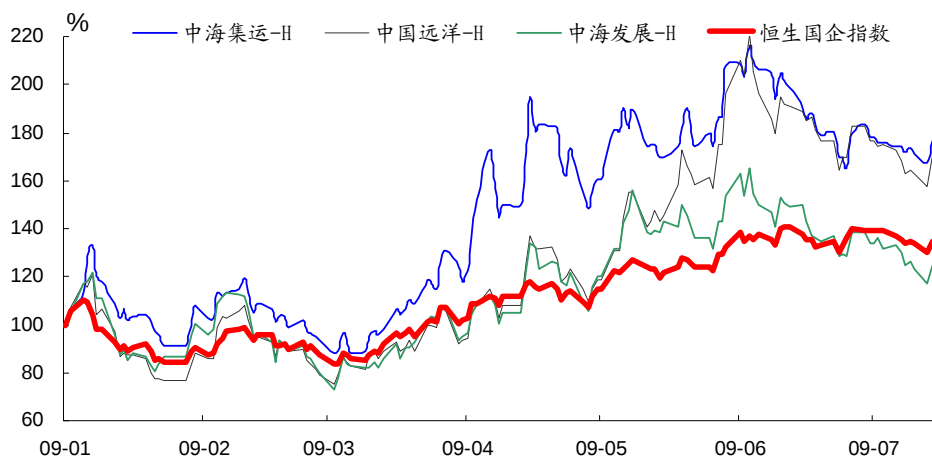
- 中国远洋 A/H：1) 由于干散货业务占比较大，公司业绩相对于 BDI 的弹性在所有航运公司中最高。2) 预计中国远洋二季度业绩环比一季度将出现明显改善：二季度虽然集运业务的业绩可能环比略有下滑，但是干散货船运营利润应比一季度实现大幅增长，加上去年年底计提的租船合同拨备有一部分将在二季度冲回，并且 FFA 二季度将出现浮赢，所以公司二季度业绩可能仍能实现较为明显的环比提升。3) 中国远洋股价走势（尤其是 H 股）与 BDI 走势相关性最大。4) A 股股价近期涨幅滞后，没有充分反映二季度 BDI 回升带来的估值提升。所以我们提示中国远洋 A 股和 H 股的交易性机会。
- 中海发展 A/H：1) 公司外贸杂运业务与 BDI 反弹密切相关。2) 发电量数据的企稳意味着煤炭沿海运量的回升，如若三季度发电量出现好转，公司内贸煤业务也将间接受益。BDI 的持续反弹最终会使得市场煤炭运价受益。而公司在市场向好时会在合同煤之外进行市场煤的揽货，因此 BDI 回升和发电数据好转也将使得公司内贸煤业务间接受益。3) 下半年油轮市场的逐步回升有利于公司外贸油运业绩的提升。4) 公司目前 A 股股价对应 09 年市净率 2.1 倍，H 股股价对应 09 年市净率 1.3 倍，都处于各自航运板块的低端。基于上述原因，我们提示 A 股和 H 股的交易性机会。
- 中远航运：占收入 30% 左右的回程货业务和 BDI 直接相关，在 BDI 触底回升的过程中，投资者仍可关注其交易性机会。
- 招商轮船：招商轮船在航运板块中涨幅最为滞后，存在补涨需求。

图表 24：A 股航运公司股价表现



资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

图表 25: H 股航运公司股份表现



资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

图表 26: A 股航运公司估值

				每股收益			市盈率			市净率			净资产收益率(%)			股息率(%)		
国内A股公司				2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
公司股票代码	评级	股价																
中海发展*	600026 CH Equity	审慎推荐	14.02	1.58	0.56	0.57	8.9	25.1	24.5	2.2	2.1	2.0	25.2	8.6	8.2	2.1	0.8	0.8
中远航运*	600428 CH Equity	中性	11.20	1.11	0.42	0.44	10.1	26.4	25.5	3.4	3.1	2.8	33.2	11.6	10.9	2.0	0.8	0.8
长航油运*	600087 CH Equity	审慎推荐	6.59	0.37	0.20	0.37	17.8	33.4	17.7	2.4	2.3	2.0	13.2	6.8	11.4	1.5	-	1.7
中国远洋*	601919 CH Equity	中性	14.62	1.06	(0.18)	0.15	13.8	n.a	n.a	2.9	3.2	3.1	20.8	(3.8)	3.1	2.0	-	-
招商轮船*	601872 CH Equity	中性	6.24	0.36	0.19	0.27	17.4	32.9	23.3	2.3	2.2	2.0	13.1	6.6	8.6	1.7	0.4	0.6
中海集运*	601866 CH Equity	中性	4.54	0.01	(0.29)	0.04	n.a	n.a	n.a	1.7	1.9	1.9	0.4	(11.8)	1.5	-	-	-
宁波海运	600798 CH Equity	n.a	5.52	0.35	0.16	n.a	15.7	35.2	n.a	2.4	n.a	n.a	19.4	n.a	n.a	2.4	n.a	n.a
中海海盛	600896 CH Equity	n.a	11.83	0.23	0.14	0.16	51.4	87.0	76.3	4.8	n.a	n.a	9.7	n.a	n.a	0.3	n.a	n.a
长航凤凰	000520 CH Equity	n.a	5.62	0.11	0.10	0.17	51.3	57.9	33.7	2.6	n.a	n.a	5.0	n.a	n.a	0.5	n.a	n.a
平均值							19.3	40.0	33.5	2.7	2.4	2.3	16.9	3.0	7.3	1.5	0.3	0.6
中值							15.7	33.1	24.5	2.4	2.2	2.0	16.3	6.7	8.4	1.9	0.2	0.7

资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

图表 27: H 股航运公司估值

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		
				2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
中海发展	1138 HK Equity	Accumulate	9.28	1.58	0.56	0.57	5.1	14.6	14.7	1.3	1.3	1.2	25.2	8.6	8.2	3.7	1.3	1.3
中国远洋	1919 HK Equity	Hold	8.91	1.14	(0.18)	0.15	6.8	(44.3)	54.1	1.5	1.7	1.7	22.1	(3.8)	3.1	3.8	-	-
中海集运	2866 HK Equity	Hold	2.07	0.00	(0.29)	0.04	485.4	(6.4)	51.4	0.7	0.8	0.8	0.1	(12.1)	1.6	-	-	-

资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

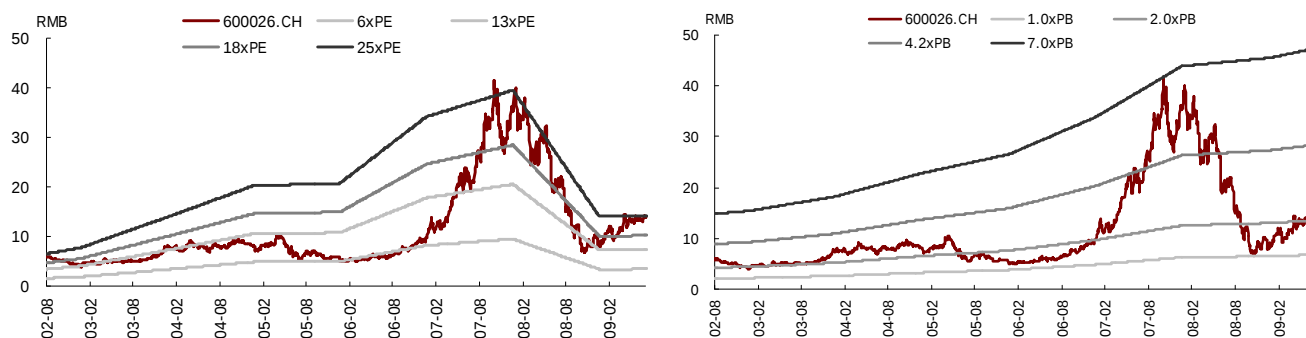
图表 28: 国际干散货航运可比公司估值

				每股收益			市盈率			市净率			净资产收益率 (%)			股息率 (%)		
	货币	公司股票代码	股价	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
干散货																		
DIANA SHIPPING	USD	DSX US Equity	13.29	2.97	1.57	1.47	4.5	8.5	9.0	1.2	1.1	1.0	28.2	13.1	10.6	24.9	-	0.2
EAGLE BULK SHIPP	USD	EGLE US Equity	4.40	1.32	0.82	0.32	3.3	5.4	13.8	0.4	0.4	0.4	12.5	8.4	3.1	45.5	n.a	n.a
GENCO SHIPPING	USD	GNK US Equity	18.85	2.86	4.35	2.87	6.6	4.3	6.6	0.8	0.7	0.7	13.1	16.4	8.9	20.4	n.a	n.a
DRYSHIPS INC	USD	DRYS US Equity	5.26	(8.11)	0.94	0.92	(0.6)	5.6	5.7	0.5	0.6	0.5	(31.2)	4.4	8.5	15.2	-	-
EXCEL MARITIME	USD	EXM US Equity	6.14	(1.23)	0.79	0.38	(5.0)	7.8	16.0	0.2	0.3	0.3	(6.4)	14.4	2.7	9.8	26.1	-
KAWASAKI KISEN	JPY	9107 JP Equity	342.00	50.89	8.38	20.91	6.7	40.8	16.4	0.7	0.7	0.6	9.4	1.3	4.1	3.9	0.7	1.4
PRECIOUS SHIPPIN	THB	PSL TB Equity	15.10	4.75	2.87	1.84	3.2	5.3	8.2	1.0	0.9	0.8	32.7	17.4	10.6	13.2	7.8	5.0
PACIFIC BASIN	USD	2343 HK Equity	0.61	0.24	0.05	0.02	2.5	11.4	36.1	0.9	0.8	0.8	39.2	7.7	2.4	15.8	3.3	1.5
SINOTRANS SHIPPI	USD	368 HK equity	0.43	0.09	0.02	0.02	4.9	17.7	21.3	0.9	0.8	0.8	18.7	5.1	3.7	6.6	2.3	1.4
平均值							2.9	11.9	14.8	0.7	0.7	0.7	12.9	9.8	6.1	17.3	5.7	1.4
中值							3.3	7.8	13.8	0.8	0.7	0.7	13.1	8.4	4.1	15.2	2.3	1.4

资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

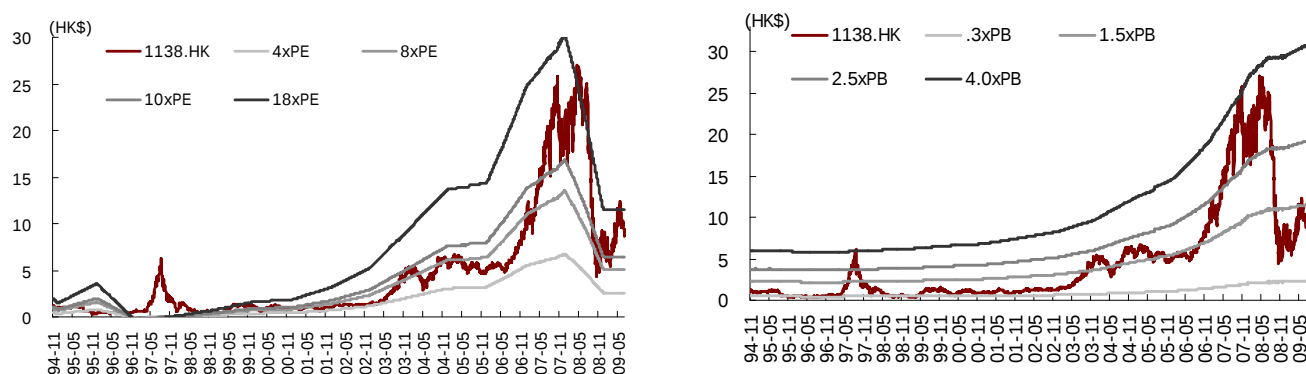
本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 29: 中海发展 A 股历史估值水平



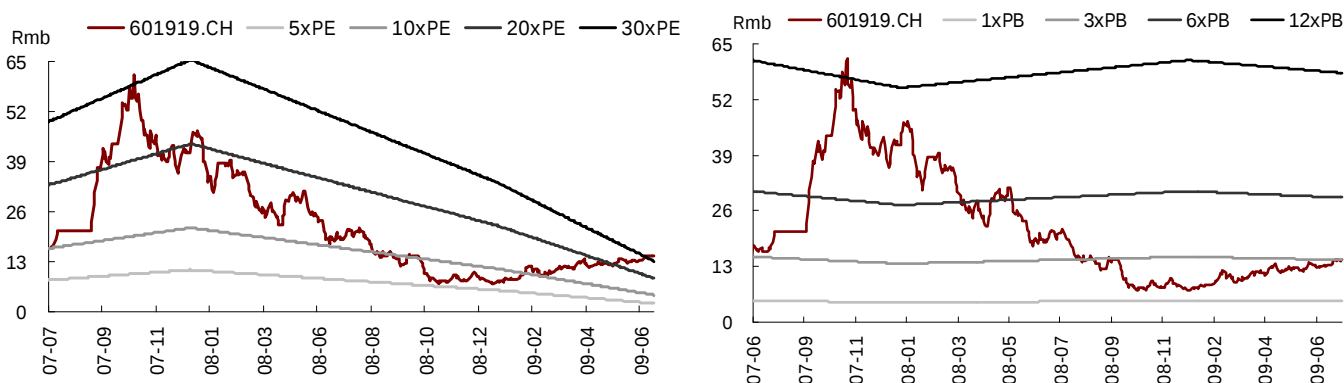
资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

图表 30: 中海发展 H 股历史估值水平



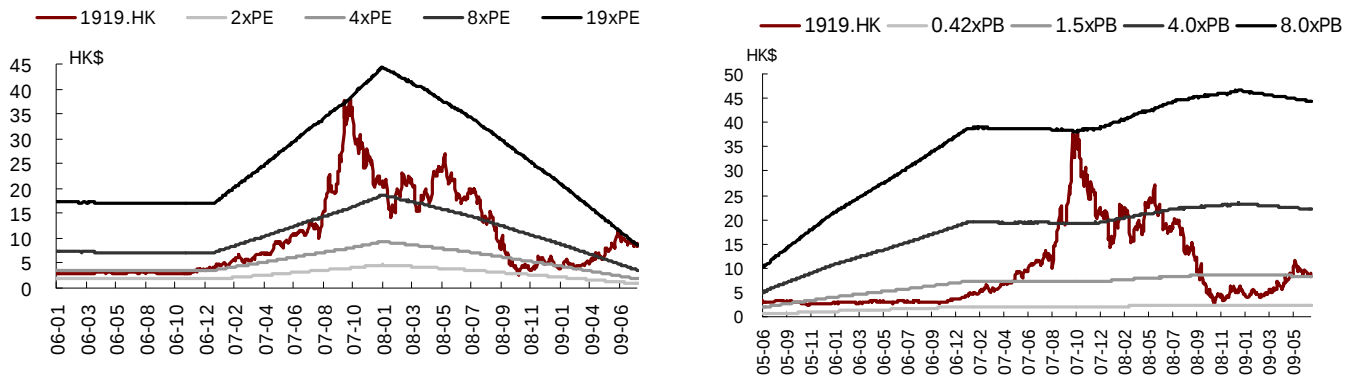
资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

图表 31: 中国远洋 A 股历史估值水平



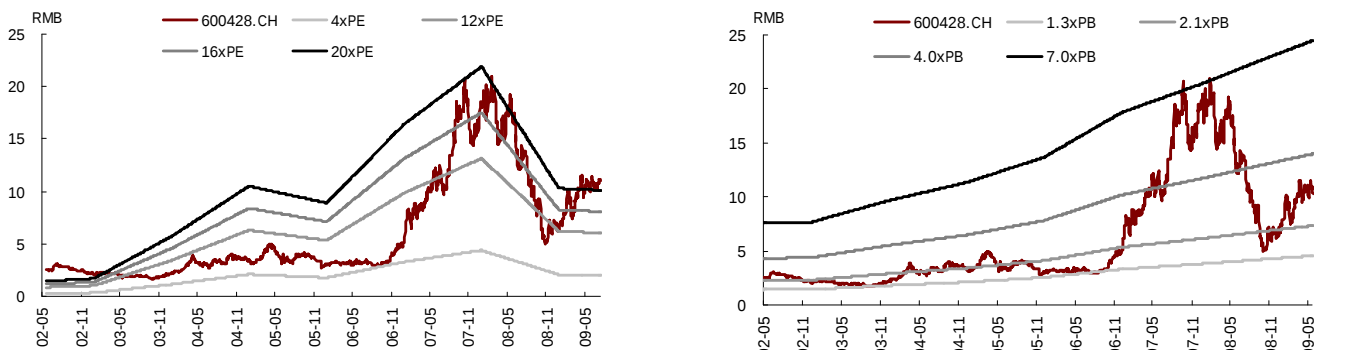
资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

图表 32: 中国远洋 H 股历史估值水平



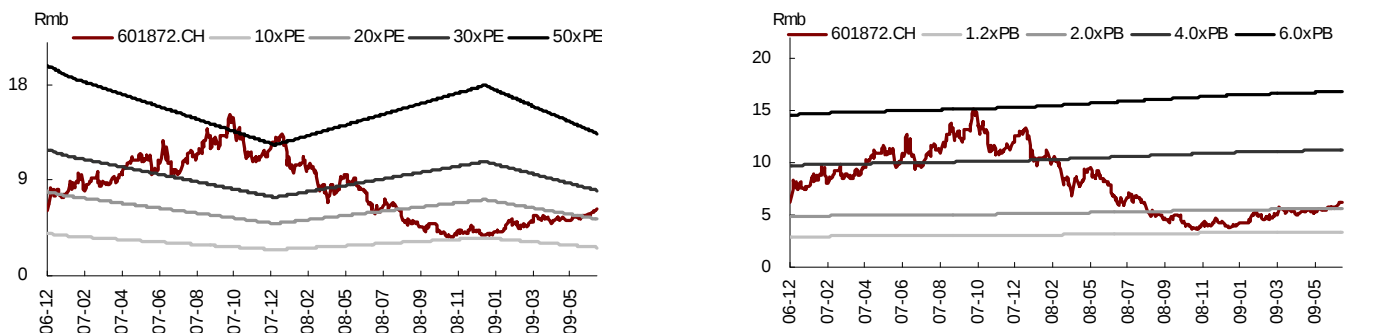
资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

图表 33: 中远航运 A 股历史估值水平



资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

图表 34: 招商轮船 A 股历史估值水平



资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

图表 35: 中海发展财务摘要

	2005	2006	2007	2008	2009 E	2010 E
损益表 (百万元)						
营业收入	8,700	9,441	12,687	17,562	11,101	12,432
(+/-)	34%	9%	34%	38%	-37%	12%
煤运收入	3,096	2,892	5,474	7,083	3,088	2,357
(+/-)	56%	-7%	89%	29%	-56%	-24%
油运收入	4,682	5,439	5,003	6,078	6,415	8,424
(+/-)	25%	16%	-8%	21%	6%	31%
减: 营业成本	5,135	5,946	7,339	11,115	8,425	9,524
营业毛利	3,381	3,317	5,100	6,115	2,466	2,674
(+/-)	39%	-2%	54%	20%	-60%	8%
毛利率	39%	35%	40%	35%	22%	22%
减: 管理费用	-242	-184	-165	-257	-285	-291
财务费用	-121	-136	-195	-62	-217	-328
营业利润	3,062	3,127	4,953	6,023	2,157	2,312
(+/-)	43%	2%	58%	22%	-64%	7%
加: 投资收益	2	68	160	548	137	151
加: 营业外收支	106	178	425	410	205	205
利润总额	3,170	3,306	5,378	6,433	2,362	2,517
(+/-)	44%	4%	63%	20%	-63%	7%
减: 所得税	453	531	782	1,057	459	565
少数股东权益	3	3	-	3	1	1
净利润	2,714	2,771	4,596	5,373	1,902	1,952
(+/-)	43%	2%	66%	17%	-65%	3%
摊薄每股收益(元)	0.80	0.81	1.35	1.58	0.56	0.57
(+/-)	43%	2%	66%	17%	-65%	3%
资产负债表 (百万元)						
流动资产	1,839	2,312	2,420	3,141	3,557	1,217
总资产	13,252	16,950	23,607	29,928	35,657	37,206
流动负债	1,050	2,565	1,712	1,834	2,000	2,107
长期负债	1,466	1,830	5,725	6,546	11,226	11,087
总负债	2,515	4,395	7,438	8,380	13,227	13,194
净资产	10,711	12,556	16,072	21,354	22,234	23,815
负债及所有者权益	13,252	16,950	23,607	29,928	35,657	37,206
现金流量表 (百万元)						
经营活动现金流量净额	3,671	3,171	5,602	6,049	3,025	2,908
投资活动现金流量净额	-2,516	-4,207	-6,967	-6,133	-5,761	-4,498
自由现金流量	1,155	-1,036	-1,365	-84	-2,737	-1,589
筹资活动现金流量净额	-1,245	432	1,999	894	3,592	-841
财务比率						
增长						
收入	34%	9%	34%	38%	-37%	12%
息税前利润	42%	3%	58%	18%	-61%	11%
税前利润	44%	4%	63%	19%	-63%	7%
净利润	43%	2%	66%	17%	-65%	3%
摊薄每股盈利	43%	2%	66%	17%	-65%	3%
利润率						
毛利率	41%	37%	42%	37%	24%	23%
息税前利润率	37%	35%	41%	35%	21%	21%
税前利润率	36%	35%	42%	37%	21%	20%
净利润率	31%	29%	36%	31%	17%	16%
资产周转比率						
总资产周转率	66%	56%	54%	59%	31%	33%
固定资产周转率	76%	69%	64%	70%	36%	36%
流动性比率						
现金比率	1.1	0.2	0.6	1.0	1.4	0.1
流动比率	1.8	0.9	1.4	1.7	1.8	0.6
杠杆比率						
净债务权益比率	4%	22%	32%	22%	39%	46%
资产负债率	19%	26%	32%	29%	38%	36%
息税前利润/净财务费用	26.2X	24.0X	26.4X	97.6X	10.9X	8.1X
杜邦分析						
净利润率	31%	29%	36%	31%	17%	16%
资产周转率	66%	56%	54%	59%	31%	33%
资产/股东权益	1.2	1.4	1.5	1.4	1.6	1.6
净资产回报率	25%	22%	29%	25%	9%	8%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 36: 中国远洋财务摘要

	2007	2008	2009E	2010E
损益表 (百万元)				
营业收入	98,132	114,968	56,855	59,881
(+/-)	54%	17%	-51%	5%
干散货运输	53,385	71,611	20,400	15,666
(+/-)	94%	34%	-72%	-23%
集装箱航运及相关业务	40,969	39,081	31,901	38,834
(+/-)	17%	-5%	-18%	22%
集装箱码头及相关业务	399	650	877	1,053
(+/-)	76%	63%	35%	20%
集装箱租赁	1,952	1,853	1,760	1,901
(+/-)	-16%	-5%	-5%	8%
物流业务	2,455	2,893	2,980	3,576
(+/-)	20%	18%	3%	20%
营业毛利	25,029	27,510	1,658	6,146
(+/-)	121%	10%	-94%	271%
毛利率	26%	24%	3%	10%
干散货运输	19,922	23,207	296	791
(+/-)	175%	16%	-99%	167%
集装箱航运及相关业务	3,874	2,618	-868	2,672
(+/-)	16%	-32%	-133%	-408%
集装箱码头及相关业务	206	317	478	573
(+/-)	85%	54%	51%	20%
集装箱租赁	935	993	874	989
(+/-)	-30%	6%	-12%	13%
物流业务	1,023	1,291	1,330	1,596
(+/-)	25%	26%	3%	20%
减: 管理费用	5,019	4,304	4,110	3,905
财务费用	1,239	656	846	995
加: 投资收益	4,038	2,638	1,705	2,007
营业利润	24,388	19,605	-678	3,667
(+/-)	172%	-20%	-103%	-641%
加: 营业外收支	1,179	-4,729	714	764
利润总额	25,567	14,877	36	4,432
(+/-)	143%	-42%	-100%	12068%
减: 所得税	4,656	2,951	-	879
净利润	19,090	10,830	-1,807	1,525
(+/-)	152%	-43%	-117%	-184%
净利润率	19%	9%	-3%	3%
扣除非经常性损益后的净利润	4,284	15,664	-2,677	1,155
(+/-)	394%	266%	-117%	-143%
少数股东权益	1,821	1,096	1,843	2,028
摊薄每股盈利	1.87	1.06	-0.18	0.15
(+/-)	108%	-43%	-117%	-184%
摊薄每股净资产	4.40	5.10	4.63	4.78
(+/-)	26%	16%	-9%	3%
现金流量表 (百万元)				
经营活动现金流量净额	22,910	23,378	5,676	5,048
投资活动现金流量净额	-19,274	-20,836	-10,330	-2,931
筹资活动现金流量净额	23,946	-7,442	3,863	-3,450
净现金流入(出)	26,559	-6,076	-791	-1,334
财务比率				
增长				
收入	54%	17%	-51%	5%
营业利润	172%	-20%	-103%	2675%
税前利润	143%	-42%	-100%	12068%
净利润	152%	-43%	-117%	-184%
摊薄每股盈利	108%	-43%	-117%	-184%
利润率				
毛利率	26%	24%	3%	10%
营业利润率	25%	17%	-1%	8%
税前利润率	26%	13%	0%	7%
净利润率	19%	9%	-3%	3%
杠杆比率				
净债务权益比率	-40%	-11%	6%	3%
资产负债率	53%	48%	53%	50%
息税前利润/净财务费用	-18.0X	-28.9X	1.8X	-2.7X
杜邦分析				
净利润率	19%	9%	-3%	3%
资产周转率	86%	98%	46%	49%
资产/股东权益	2.5	2.2	2.6	2.5
净资产回报率	42%	21%	-4%	3%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 37: 中远航运财务摘要

	2005	2006	2007	2008	2009 E	2010 E
损益表 (百万元)						
营业收入	3,742	3,851	5,325	6,901	4,801	4,897
(+/-)	84%	3%	38%	30%	-30%	2%
多用途船	2,279	2,317	3,172	4,100	2,812	2,531
(+/-)	79%	2%	37%	29%	-31%	-10%
杂货船	845	679	845	1,063	518	414
(+/-)	156%	-20%	24%	26%	-51%	-20%
其他船型	618	854	1,308	1,738	1,470	1,951
(+/-)	45%	38%	53%	33%	-15%	33%
营业毛利	1,188	1,018	1,624	2,000	796	797
(+/-)	74%	-14%	59%	23%	-60%	0%
减: 管理费用	-141	-186	-202	-275	-283	-283
财务费用	-12	-34	-45	21	7	-7
营业利润	1,035	784	1,357	1,736	514	500
(+/-)	78%	-24%	73%	28%	-70%	-3%
利润总额	1,035	842	1,470	1,731	562	548
(+/-)	78%	-19%	75%	18%	-68%	-2%
减: 所得税	344	249	379	268	-1	-32
少数股东权益	6	10	17	14	6	5
净利润	685	583	1,074	1,448	557	575
(+/-)	83%	-15%	84%	35%	-62%	3%
摊薄每股盈利	0.52	0.44	0.82	1.11	0.42	0.44
(+/-)	83%	-15%	84%	35%	-62%	3%
现金流量表 (百万元)						
经营活动现金流量净额	1,060	742	1,305	1,727	448	1,017
投资活动现金流量净额	-816	-225	-729	-525	-1,522	-1,530
筹资活动现金流量净额	-211	-251	-387	609	-165	-122
净现金流入 (出)	34	248	130	1,784	-1,239	-634
资产负债表 (百万元)						
流动资产	910	1,289	1,457	3,189	1,848	1,218
总资产	3,821	4,188	5,004	7,125	7,095	7,590
流动负债	1,029	1,043	1,075	1,234	1,028	1,057
总负债	1,656	1,571	1,595	2,674	2,193	2,222
少数股东权益	43	54	71	85	91	96
净资产	2,165	2,617	3,409	4,451	4,902	5,368
负债及所有者权益	3,821	4,188	5,004	7,125	7,095	7,590
摊薄每股净资产	1.6	2.0	2.5	3.3	3.7	4.0
财务比率						
增长						
收入	84%	3%	38%	30%	-30%	2%
息税前利润	77%	-22%	72%	22%	-70%	0%
税前利润	76%	-19%	75%	18%	-68%	-2%
净利润	83%	-15%	84%	35%	-62%	3%
摊薄每股盈利	83%	-15%	84%	35%	-62%	3%
利润率						
毛利率	32%	26%	30%	29%	17%	16%
息税前利润率	28%	21%	26%	25%	11%	10%
税前利润率	28%	22%	28%	25%	12%	11%
净利润率	18%	15%	20%	21%	12%	12%
资产周转比率						
总资产周转率	98%	92%	106%	97%	68%	65%
固定资产周转率	130%	135%	152%	178%	92%	77%
流动性比率						
现金比率	0.5	0.8	0.9	2.2	1.4	0.8
流动比率	0.9	1.2	1.4	2.6	1.8	1.2
杠杆比率						
净债务权益比率	6%	-8%	-14%	-31%	-3%	9%
资产负债率	44%	39%	33%	39%	32%	31%
息税前利润/净财务费用	83.9X	24.3X	30.9X	-81.1X	-68.0X	75.4X
杜邦分析						
净利润率	18%	15%	20%	21%	12%	12%
资产周转率	98%	92%	106%	97%	68%	65%
资产/股东权益	1.8	1.6	1.5	1.6	1.5	1.4
净资产回报率	32%	23%	32%	33%	12%	11%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 38: 招商轮船财务摘要

	2005 A	2006 A	2007A	2008A	2009 E	2010 E
财务数值 (百万)						
损益表						
营业收入	2,650	2,448	2,421	3,211	2,324	3,376
(+/-)	5.1%	-7.6%	-1.1%	32.6%	-27.6%	45.2%
油轮运输收入	1,749	1,723	1,458	1,882	1,586	2,631
(+/-)	-5.1%	-1.5%	-15.4%	29.1%	-15.7%	65.8%
散货船运输收入	897	667	919	1,301	710	716
(+/-)	34.0%	-25.6%	37.7%	41.6%	-45.5%	0.8%
营业毛利	1,430	1,115	1,065	1,706	763	1,104
(+/-)	8.8%	-22.1%	-4.5%	60.2%	-55.3%	44.7%
油轮运输收入	860	778	529	858	512	921
主营业务利润率	49%	45%	36%	46%	32%	35%
(+/-)	-3%	-9%	-32%	62%	-40%	80%
散货船运输收入	539	331	530	847	261	192
主营业务利润率	60%	50%	58%	65%	37%	27%
(+/-)	43%	-39%	60%	60%	-69%	-26%
管理费用	-91	-80	-81	-75	-77	-79
财务费用	-5	-50	-26	-39	-131	-182
投资收益	44	-10	-14	-37	57	83
所得税	0	-76	-52	-153	-7	-13
少数股东权益	-46	-23	-33	-49	-23	-33
净利润	1,344	883	848	1,233	651	921
(+/-)	11%	-34%	-4%	45%	-47%	41%
每股盈利 (元)	0.39	0.26	0.25	0.36	0.19	0.27
(+/-)	11%	-34%	-4%	45%	-47%	41%
现金流量表						
经营活动现金流	1,974	1,392	1,222	2,054	1,050	1,428
投资活动现金流	-1529	-652	-3602	-1584	-1488	-1417
融资活动现金流	-467	2954	1763	472	1408	1023
资产负债表						
流动资产合计	1,508	4,941	4,489	5,256	6,196	7,313
货币资金	1,185	4,777	4,119	4,926	5,896	6,931
其他	322	164	370	330	300	382
固定资产合计	6,559	5,349	8,034	8,654	9,865	10,969
总资产	8,219	10,641	13,037	14,347	16,497	18,718
银行借款	2,165	1,595	3,472	4,189	5,972	7,234
长期负债	1,780	971	774	2,185	3,447	4,256
少数股东权益	261	132	111	151	174	207
股东权益合计	4,678	8,431	8,759	9,430	9,837	10,701
财务比率						
盈利性比率						
毛利率	54%	46%	44%	53%	33%	33%
EBITDA利润率	53%	60%	59%	11%	54%	49%
净利润率	51%	36%	35%	38%	28%	27%
资产周转比率						
总资产周转率	16%	8%	7%	9%	4%	5%
固定资产周转率	40%	46%	30%	37%	24%	31%
流动性比率						
现金比率	0.8	4.3	1.2	1.9	1.9	2.0
流动比率	1.0	4.5	1.3	2.0	2.0	2.1
杠杆比率						
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	34.8	5.7	6.1
杜邦分析						
净利润率	51%	36%	35%	38%	28%	27%
资产周转率	32%	23%	19%	22%	14%	18%
资产/股东权益	1.8	1.3	1.5	1.5	1.7	1.7
净资产回报率	29%	10%	10%	13%	7%	9%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

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

北京

中国国际金融有限公司
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。