



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

观点聚焦

2009 年 12 月 3 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

沿海煤运价上涨有利谈判, BDI 跌势即将结束

上调中海发展评级至推荐, 提示中国远洋交易机会

投资提示:

在 9 月下旬至 11 月下旬 BDI 的大幅反弹中, 我们曾提示交易机会的中国远洋股价未有充分表现。我们认为最近两周的 BDI 下跌趋势即将结束, 未来一个月将继续震荡向上, 升势可能维持至明年一月。因此再次向投资者提示中国远洋的交易机会。而近期沿海煤炭的市场运价急剧上涨, 则有利于中海发展在即将开始的 2010 年度内贸煤运价谈判中获取有利位置。一旦年度合同煤运价确定, 中海发展明年的业绩将主要与油轮运价相关, 而明年油轮运价上涨的趋势较为确定, 加之公司较快的油轮运力扩张, 所以明年公司业绩存在超预期的可能。因此我们将中海发展 A 股和 H 股的评级从“审慎推荐”上调至“推荐”。目前暂维持 H 股 13.5 港币的目标价。

理由:

对于中国远洋: 我们的建议一直是随 BDI 进行区间交易。在 9 月 14 日的月报中我们提示, BDI 的下跌空间已非常有限。11 月 12 日的月报中我们提示 BDI 短期内仍有冲高的动力, 4200 点以上将有风险。事实上 BDI 自 9 月 24 日 2163 点的低点一直反弹至 11 月 19 日 4661 点的高点, 与此同时中国远洋 A 股和 H 股的股价跑赢大盘 10 个百分点左右, 跑赢幅度有限。但 BDI 最近两周已调整至 3800 点左右, 我们认为下跌趋势即将结束。由于冬季是煤炭和粮食运输的传统旺季, 而且最近国内国际的钢材价格企稳回升, 三大矿主的租船比例不断上升, FFA 价格反弹, 多数先行指标显示 BDI 短期内还将震荡向上。所以我们认为中国远洋 (A+H) 仍将有交易性机会, 并维持 H 股 12.5 港币的交易上限。

对于中海发展: 目前秦皇岛到广州和上海的煤炭市场运价分别是 93 元/吨和 74 元/吨, 比公司年度合同运价分别高 66% 和 76%。煤炭市场运价的上涨有利于四季度业绩提升, 更有利于其在 2010 年度内贸煤运价谈判中取得有利位置。

- **预计四季度业绩环比增长:** 近期沿海煤炭市场运价的上扬主要和恶劣天气因素有关, 北方各港船舶压港严重, 下游电厂煤炭库存告急。目前华东电网的直供电厂煤炭库存可用天数仅有 7-8 天, 远低于今年以来 15-16 天的平均水平。从短期来看, 由于发电需求强劲, 煤炭库存处于低位, 我们预计南方电厂为了保证发电需求未来还会有补库存现象的出现, 市场运量会有所上升。因此中海发展四季度内贸煤业务会有所受益, 四季度公司业绩很可能会环比增长。
- **2010 年业绩可能超预期:** 今年以来沿海煤炭的市场运价一直低于中海发展的合同运价。但明年国际煤价上涨, 国产煤的需求回升, 沿海煤运市场会好于今年。近期市场运价维持在公司合同运价以上, 有利于其在即将开始的 2010 年内贸煤运价谈判中获取有利位置。在年度内贸煤运价确定后, 公司业绩主要和外贸油业务相关。我们判断 2010 年油轮运价的上涨趋势较为确定, 而且中海发展计划将 VLCC 的数量从 09 年 6 月底的 5 艘扩张至 2010 年底的 12 艘, 油轮运力的显著增长将带来充分的业绩提升。我们目前 0.58 元的 2010 年每股盈利假设较为保守: 其中假设内贸煤运价同比下滑 15%, 外贸油运价同比上涨 20% (比 02 年低点还低 15%)。公司业绩相对于内贸煤和外贸油运价的敏感性分别约 1: 1 和 1: 2.3。若 2010 年中海发展内贸煤合同运价与 09 年持平, 或外贸油运价比目前预计高 10%, 那么公司盈利都会达到 0.70 元左右, 对应 A 股和 H 股 20 倍和 15 倍左右的市盈率, 处于板块低端。如果上述两种情景同时出现, 则 2010 年业绩将达 0.82 元, 对应 A 股和 H 股 17 倍和 13 倍的市盈率。
- **内贸煤谈判结果若超预期, 有利于股价表现:** 中海发展的股价表现与 BDI 相关性较大。而近几年来一旦内贸煤运价谈判结果会超出市场预期, 公司股价就会在 12 月至来年 2 月之间跑赢大盘。

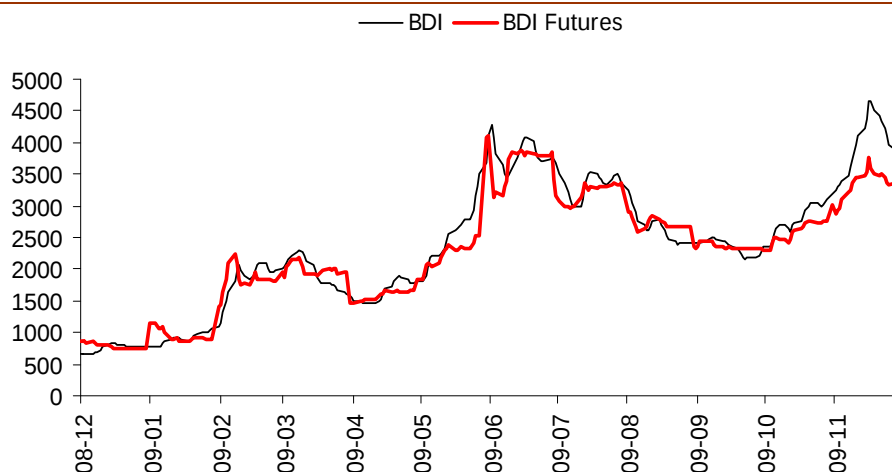
估值:

目前中国远洋 A 股和 H 股的 2010 年市净率分别是 3.4 倍和 2.1 倍。中海发展 A 股 2010 年的市净率和市盈率分别是 24.5 倍和 21 倍, H 股 2010 年的市净率和市盈率分别是 18.3 倍和 1.2 倍。

风险:

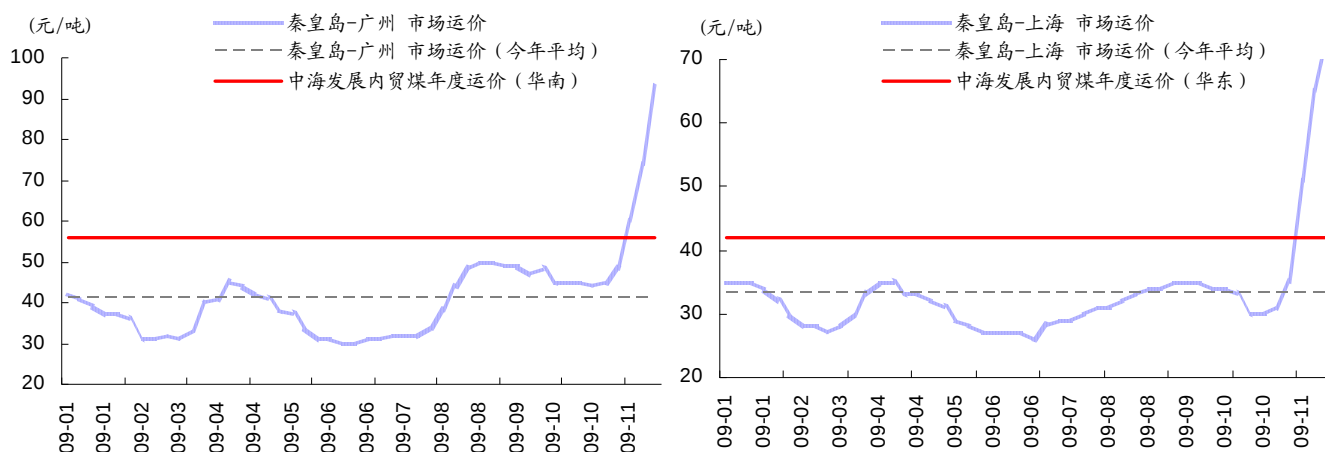
2010 年的 BDI 还不能单边上扬, 一季度存在调整风险。

图表 1: BDI 和 FFA 走势



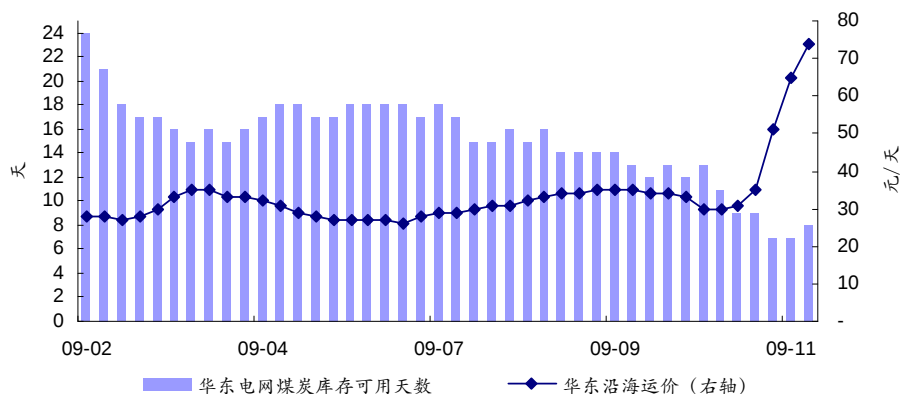
资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

图表 2: 沿海煤炭运价和中海发展合同运价



资料来源: 中华航运网、公司信息、中金公司研究部

图表 3: 华东电网直供电厂煤库存可用天数



资料来源: 煤炭资源网、中华航运网、中金公司研究部

图表 4: 中海发展业绩相对于内贸煤运价和外贸油运价的敏感性分析

(百万人民币)				(百万人民币)			
2010E		2010E		2010E		2010E	
在目前假设基础上调整		净利润	%	在目前假设基础上调整		净利润	%
2010年燃油价格	10%	1,666	-15.5%	2010年外贸油运价	10%	2,423	22.9%
	5%	1,819	-7.7%		5%	2,197	11.4%
	0%	1,972			0%	1,972	
	-5%	2,125	7.7%		-5%	1,746	-11.4%
	-10%	2,278	15.5%		-10%	1,521	-22.9%
2010年内贸煤运价	10%	2,175	10.3%	2010年外贸杂运运价	10%	2,034	3.2%
	5%	2,074	5.2%		5%	2,003	1.6%
	0%	1,972			0%	1,972	
	-5%	1,870	-5.2%		-5%	1,941	-1.6%
	-10%	1,769	-10.3%		-10%	1,909	-3.2%

资料来源: 公司信息、中金公司研究部

图表 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			净资产收益率 (%)			股息率 (%)		
				2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
长航油运*	600087 CH Equity	推荐	7.23	0.37	0.04	0.26	19.5	169.0	27.6	2.6	2.6	2.4	13.2	1.6	8.7	1.4	-	1.1
中海发展*	600026 CH Equity	推荐	14.19	1.58	0.38	0.58	9.0	37.0	24.5	2.3	2.2	2.1	25.2	6.0	8.5	2.1	0.8	0.8
中远航运*	600428 CH Equity	中性	11.37	1.11	0.20	0.35	10.3	57.1	32.4	3.4	3.3	3.0	33.2	5.7	9.3	1.9	0.4	0.6
中国远洋*	601919 CH Equity	中性	14.75	1.06	(0.46)	0.07	13.9	n.a	224.4	2.9	3.4	3.3	20.8	(10.6)	1.5	2.0	-	-
中海集运*	601866 CH Equity	中性	4.97	0.01	(0.63)	0.02	n.a	n.a	237.5	1.8	2.4	2.4	0.4	(30.2)	1.0	-	-	-
招商轮船*	601872 CH Equity	中性	5.80	0.36	0.12	0.22	16.1	49.8	26.8	2.1	2.1	1.9	13.1	4.2	7.2	1.9	0.3	0.5
宁波海运	600798 CH Equity	n.a	6.15	0.35	0.20	n.a	17.5	30.8	n.a	2.9	n.a	n.a	19.4	n.a	n.a	2.2	n.a	n.a
中海海盛	600896 CH Equity	n.a	9.77	0.23	0.15	0.17	42.5	66.5	57.5	4.0	n.a	n.a	9.7	n.a	n.a	0.4	n.a	n.a
长航凤凰	000520 CH Equity	n.a	5.95	0.11	(0.1)	0.16	54.3	(51.7)	37.2	3.3	n.a	n.a	5.0	n.a	n.a	0.5	n.a	n.a
平均值							18.2	48.2	100.5	2.8	2.7	2.5	17.4	(5.0)	5.5	1.5	0.3	0.4
中值							15.0	49.8	44.9	2.9	2.4	2.4	19.4	4.2	7.2	1.9	0.3	0.5

资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

图表 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		
				2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
中海发展	1138 HK Equity	Buy	11.72	1.58	0.38	0.58	6.4	26.9	18.3	1.6	1.7	1.2	25.2	6.0	7.7	3.0	1.1	1.0
中国远洋	1919 HK Equity	Hold	10.24	1.14	(0.46)	0.07	7.8	(19.6)	141.1	1.7	2.1	2.1	22.1	(10.5)	1.5	3.3	-	-
中海集运	2866 HK Equity	Hold	2.90	0.00	(0.63)	0.02	680.0	(4.1)	138.9	0.9	1.3	1.3	0.1	(31.0)	1.0	-	-	-

资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

图表 7: 国际干散货航运公司估值表

干散货	货币	公司股票代码	股价	每股收益			市盈率			市净率			净资产收益率 (%)			股息率 (%)		
				2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
DIANA SHIPPING	USD	DSX US Equity	16.24	2.97	1.54	1.46	5.5	10.6	11.2	1.3	1.3	1.2	28.2	12.7	10.2	20.4	-	0.4
EAGLE BULK SHIPP	USD	EGLE US Equity	5.92	1.32	0.66	0.22	4.5	9.0	27.4	0.6	0.6	0.6	12.5	5.8	0.5	33.8	n.a	n.a
GENCO SHIPPING	USD	GNK US Equity	25.20	2.86	4.58	3.12	8.8	5.5	8.1	0.9	0.9	0.8	13.1	17.5	9.4	15.3	n.a	n.a
DRYSHIPS INC	USD	DRYS US Equity	6.32	(8.11)	0.85	0.91	(0.8)	7.5	7.0	0.6	0.7	0.6	(31.2)	6.1	8.6	12.7	-	-
EXCEL MARITIME	USD	EXM US Equity	7.44	(1.23)	0.56	0.10	(6.0)	13.3	n.a	0.4	0.4	0.4	(6.4)	12.3	2.4	8.1	n.a	-
KAWASAKI KISEN	JPY	9107 JP Equity	247.00	50.89	(117.03)	n.a	4.9	(2.1)	n.a	0.6	n.a	0.6	9.4	(22.3)	(4.2)	5.5	-	0.8
PRECIOUS SHIPPIN	THB	PSL TB Equity	17.80	4.75	2.79	1.90	3.7	6.4	9.4	1.1	1.1	1.0	32.7	17.4	10.4	11.2	7.1	4.1
PACIFIC BASIN	USD	2343 HK Equity	0.79	0.24	0.07	0.04	3.3	11.8	18.4	1.1	1.1	1.0	39.2	9.0	6.2	12.2	3.0	2.5
SINOTRANS SHIPPI	USD	368 HK equity	0.48	0.09	0.03	0.03	5.5	17.2	17.2	1.0	0.9	0.9	18.7	5.5	4.9	5.9	1.7	1.7
平均值							3.3	8.8	14.1	0.8	0.9	0.8	12.9	7.1	5.4	13.9	2.0	1.4
中值							4.5	9.0	11.2	0.9	0.9	0.8	13.1	9.0	6.2	12.2	0.8	0.8

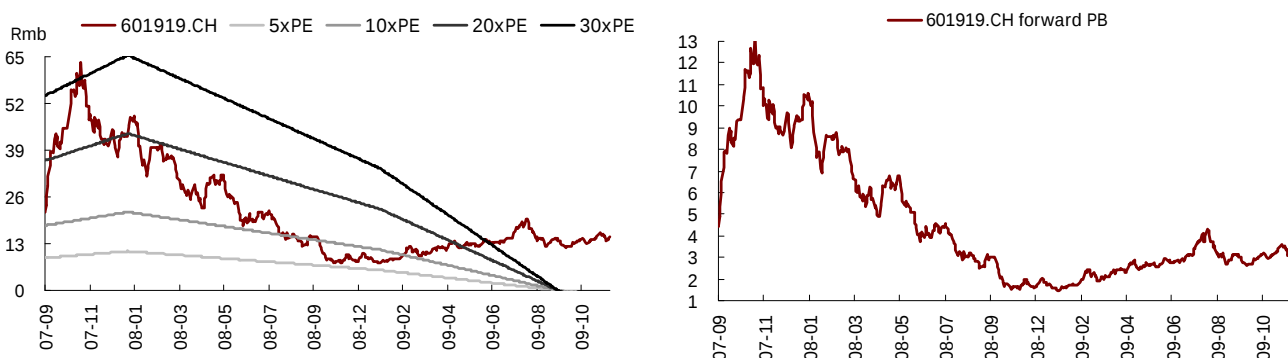
资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

图表 8：国际油轮公司估值表

	货币	公司股票代码	股价	每股收益			市盈率			市净率			净资产收益率(%)			股息率(%)		
				2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
国际可比油轮公司																		
TEEKAY SHIPPING	USD	TK US Equity	25.1	(6.5)	(0.9)	0.61	(3.9)	(27.8)	41.3	0.8	0.9	0.9	(19.9)	1.3	3.8	4.6	5.0	5.0
FRONTLINE LTD	USD	FRO US Equity	27.9	9.15	1.30	1.42	3.1	21.6	19.6	2.9	3.0	3.0	121.7	14.9	13.8	29.6	3.2	3.7
OVERSEAS SHIPPING	USD	OSG US Equity	39.0	10.71	(1.3)	(0.5)	3.6	(30.6)	(85.8)	0.6	0.6	0.6	17.9	(1.4)	(1.6)	3.8	4.3	4.1
SHIP FINANCE	USD	SFL US Equity	13.6	2.50	2.49	2.34	5.4	5.5	5.8	1.5	1.3	1.1	32.1	32.0	26.7	16.9	9.6	10.0
GENERAL MARITIME	USD	GMR US Equity	7.3	0.76	0.54	0.09	9.6	13.4	77.2	1.0	0.9	1.0	8.7	7.2	(1.3)	21.8	17.2	6.3
TSAKOS ENERGY	USD	TNP US Equity	17.0	5.40	1.12	0.96	3.1	15.2	17.7	0.7	0.7	0.7	23.0	7.7	4.1	10.6	3.7	2.6
TOP TANKERS INC	USD	TOPS US Equity	1.1	1.01	(0.2)	0.50	1.1	(5.3)	2.1	0.1	n.a	n.a	10.2	n.a	n.a	-	n.a	n.a
KNIGHTSBRIDGE TA	USD	VLCCF US Equity	13.1	2.81	1.21	2.08	4.7	10.8	6.3	1.0	0.9	0.9	21.7	8.8	13.1	21.0	4.1	12.6
NORDIC AMER TANK	USD	NAT US Equity	32.3	3.63	0.15	0.77	8.9	212.8	42.3	1.4	1.4	1.5	16.3	0.5	4.3	15.1	5.5	7.6
平均值							4.0	23.9	14.0	1.1	1.2	1.2	25.7	8.9	7.9	13.7	6.6	6.5
中值							3.6	10.8	17.7	1.0	0.9	1.0	17.9	7.4	4.2	15.1	4.7	5.7

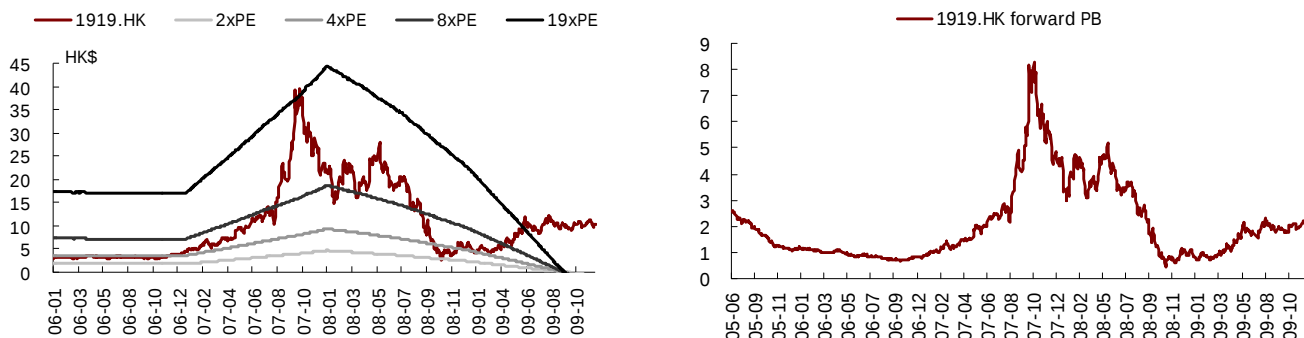
资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

图表 9：中国远洋 A 股历史估值水平



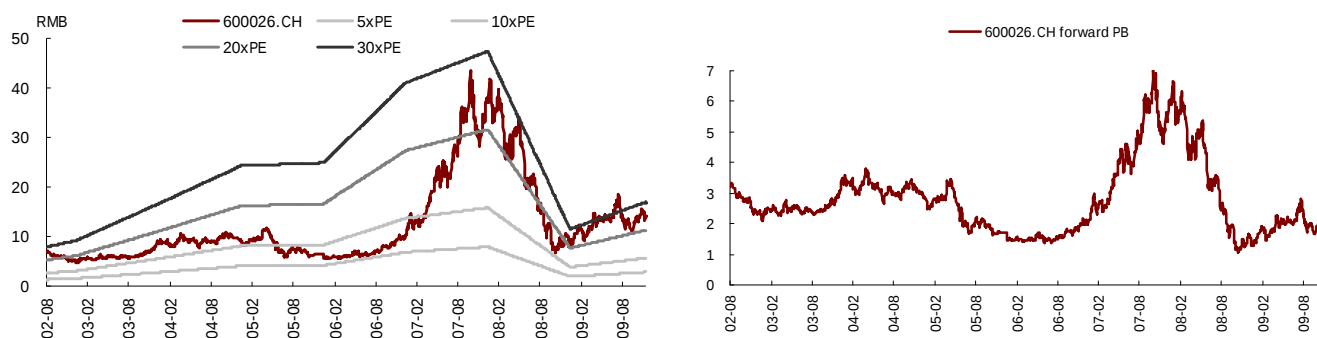
资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

图表 10：中国远洋 H 股历史估值水平



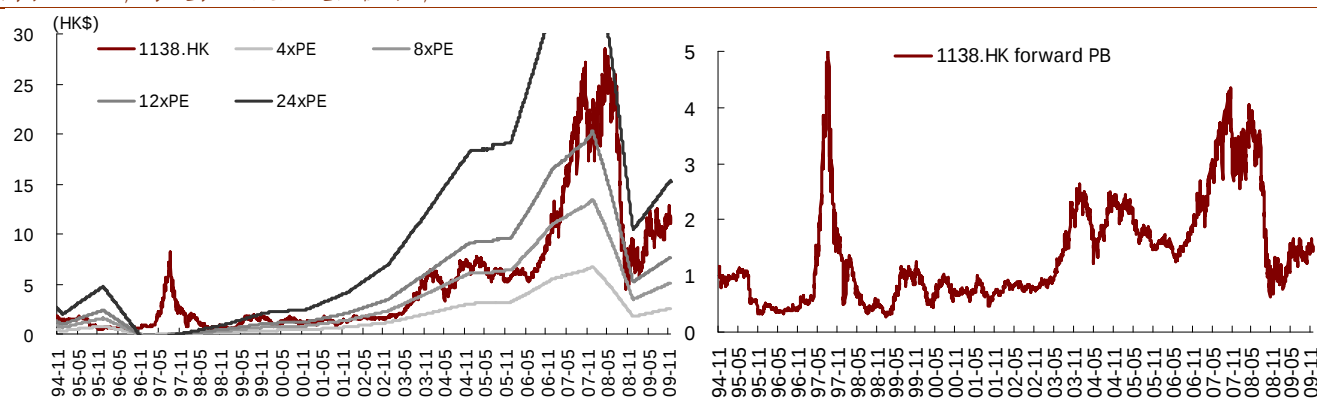
资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

图表 11: 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 12: 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 13：中国远洋财务摘要

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
损益表 (百万元)					
营业收入	98,132	114,968	62,094	66,119	73,410
(+/-)	54%	17%	-46%	6%	11%
千散货运输	53,385	71,611	31,121	21,328	22,464
(+/-)	94%	34%	-57%	-31%	5%
集装箱航运及相关业务	40,969	39,081	25,782	39,200	44,811
(+/-)	17%	-5%	-34%	52%	14%
集装箱码头及相关业务	399	650	877	965	1,062
(+/-)	76%	63%	35%	10%	10%
集装箱租赁	1,952	1,853	1,760	1,901	2,053
(+/-)	-16%	-5%	-5%	8%	8%
物流业务	2,455	2,893	3,616	3,873	4,261
(+/-)	20%	18%	25%	7%	10%
营业毛利	25,029	27,510	-370	6,222	7,187
(+/-)	121%	10%	-101%	-1783%	15%
毛利率	26%	24%	-1%	9%	10%
千散货运输	19,922	23,207	5,154	2,931	2,435
(+/-)	175%	16%	-78%	-43%	-17%
集装箱航运及相关业务	3,874	2,618	-8,043	573	1,787
(+/-)	16%	-32%	-407%	-107%	212%
集装箱码头及相关业务	206	317	444	526	578
(+/-)	85%	54%	40%	18%	10%
集装箱租赁	935	993	874	989	1,068
(+/-)	-30%	6%	-12%	13%	8%
物流业务	1,023	1,291	1,694	1,729	1,902
(+/-)	25%	26%	31%	2%	10%
减：管理费用	5,019	4,304	4,084	4,309	4,654
财务费用	1,239	656	673	1,350	1,372
加：投资收益	4,038	2,638	-1,195	2,057	2,263
营业利润	24,388	19,605	-3,407	2,655	3,430
(+/-)	172%	-20%	-117%	-178%	29%
加：营业外收支	1,179	-4,729	-336	754	754
利润总额	25,567	14,877	-3,743	3,409	4,184
(+/-)	143%	-42%	-125%	-191%	23%
减：所得税	4,656	2,951	200	676	830
净利润	19,090	10,830	-4,693	705	1,141
(+/-)	152%	-43%	-143%	-115%	62%
净利润率	19%	9%	-8%	1%	2%
扣除非经常性损益后的净利润	4,284	15,664	-8,063	215	771
(+/-)	394%	266%	-151%	-103%	258%
少数股东权益	1,821	1,096	750	2,028	2,214
摊薄每股盈利	1.87	1.06	-0.46	0.07	0.11
(+/-)	108%	-43%	-143%	-115%	62%
摊薄每股净资产	4.40	5.10	4.35	4.42	4.52
(+/-)	26%	16%	-15%	2%	2%
现金流量表 (百万元)					
净现金流入(出)	26,559	-6,076	-9,113	-8,375	-2,583
财务比率					
增长					
收入	54%	17%	-46%	6%	11%
营业利润	172%	-20%	-117%	-247%	20%
税前利润	143%	-42%	-125%	-191%	23%
净利润	152%	-43%	-143%	-115%	62%
摊薄每股盈利	108%	-43%	-143%	-115%	62%
利润率					
毛利率	26%	24%	-1%	9%	10%
营业利润率	25%	17%	-5%	6%	7%
税前利润率	26%	13%	-6%	5%	6%
净利润率	19%	9%	-8%	1%	2%
杠杆比率					
净债务权益比率	-40%	-11%	25%	37%	37%
资产负债率	53%	48%	55%	52%	51%
息税前利润/净财务费用	-18.0X	-28.9X	6.1X	-1.0X	-1.5X
杜邦分析					
净利润率	19%	9%	-8%	1%	2%
资产周转率	86%	98%	51%	56%	60%
资产/股东权益	2.5	2.2	2.7	2.6	2.6
净资产回报率	42%	21%	-11%	2%	2%

资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 14: 中海发展财务摘要

	2006	2007	2008	2009 E	2010 E	2011 E
损益表 (百万元)						
营业收入	9,441	12,687	17,562	9,742	12,127	14,040
(+/-)	9%	34%	38%	-45%	24%	16%
煤运收入	2,892	5,474	7,083	2,843	2,605	2,882
(+/-)	-7%	89%	29%	-60%	-8%	11%
油运收入	5,439	5,003	6,078	5,608	8,282	9,134
(+/-)	16%	-8%	21%	-8%	48%	10%
减: 营业成本	5,946	7,339	11,115	7,970	9,410	11,141
营业毛利	3,317	5,100	6,115	1,587	2,488	2,634
(+/-)	-2%	54%	20%	-74%	57%	6%
毛利率	35%	40%	35%	16%	21%	19%
减: 管理费用	-184	-165	-257	-218	-223	-227
财务费用	-136	-195	-62	-197	-353	-409
营业利润	3,127	4,953	6,023	1,356	2,156	2,128
(+/-)	2%	58%	22%	-77%	59%	-1%
加: 投资收益	68	160	548	137	151	143
加: 营业外收支	178	425	410	205	205	205
利润总额	3,306	5,378	6,433	1,561	2,361	2,334
(+/-)	4%	63%	20%	-76%	51%	-1%
减: 所得税	531	782	1,057	256	388	383
少数股东权益	3	-	3	1	1	1
净利润	2,771	4,596	5,373	1,304	1,972	1,949
(+/-)	2%	66%	17%	-76%	51%	-1%
摊薄每股收益(元)	0.81	1.35	1.58	0.38	0.58	0.57
(+/-)	2%	66%	17%	-76%	51%	-1%
资产负债表 (百万元)						
流动资产	2,312	2,420	3,141	4,068	1,228	-905
总资产	16,950	23,607	29,928	36,167	38,303	40,507
流动负债	2,565	1,712	1,834	5,109	5,234	5,456
长期负债	1,830	5,725	6,546	9,226	9,639	10,041
总负债	4,395	7,438	8,380	14,335	14,873	15,497
净资产	12,556	16,072	21,354	21,637	23,234	24,813
负债及所有者权益	16,950	23,607	29,928	36,167	38,303	40,507
现金流量表 (百万元)						
经营活动现金流量净额	3,171	5,602	6,049	2,607	2,976	3,319
投资活动现金流量净额	-4,207	-6,967	-6,133	-5,761	-5,608	-5,215
自由现金流量	-1,036	-1,365	-84	-3,154	-2,631	-1,896
筹资活动现金流量净额	432	1,999	894	4,612	-371	-367
财务比率						
增长						
收入	9%	34%	38%	-45%	24%	16%
息税前利润	3%	58%	18%	-74%	62%	1%
税前利润	4%	63%	19%	-76%	51%	-1%
净利润	2%	66%	17%	-76%	51%	-1%
摊薄每股盈利	2%	66%	17%	-76%	51%	-1%
利润率						
毛利率	37%	42%	37%	18%	22%	21%
息税前利润率	35%	41%	35%	16%	21%	18%
税前利润率	35%	42%	37%	16%	19%	17%
净利润率	29%	36%	31%	13%	16%	14%
资产周转比率						
总资产周转率	56%	54%	59%	27%	32%	35%
固定资产周转率	69%	64%	70%	32%	34%	35%
流动性比率						
现金比率	0.2	0.6	1.0	0.6	0.1	-0.4
流动比率	0.9	1.4	1.7	0.8	0.2	-0.2
杠杆比率						
净债务权益比率	22%	32%	22%	42%	53%	61%
资产负债率	26%	32%	29%	40%	39%	39%
息税前利润/净财务费用	24.0X	26.4X	97.6X	7.9X	7.1X	6.2X
杜邦分析						
净利润率	29%	36%	31%	13%	16%	14%
资产周转率	56%	54%	59%	27%	32%	35%
资产/股东权益	1.4	1.5	1.4	1.7	1.6	1.6
净资产回报率	22%	29%	25%	6%	8%	8%

资料来源: 公司信息、中金公司研究部

图表 15：中海发展主要盈利预测假设

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	5,177	6,487	8,700	9,441	12,687	17,562	9,742	12,127	14,040
(+/-)	20%	25%	34%	9%	34%	38%	-45%	24%	16%
运输总收入(百万元)	5,177	6,487	8,700	9,441	12,648	15,668	9,554	11,976	13,920
(+/-)	20%	25%	34%	9%	34%	24%	-39%	25%	16%
运输周转总量(十亿吨海里)	103	116	154	171	216	229	247	324	422
(+/-)	15%	13%	33%	11%	26%	6%	8%	31%	30%
单位运价(元/千吨海里)	50	56	57	55	58	68	39	37	33
(+/-)	4%	11%	1%	-3%	6%	17%	-43%	-4%	-11%
煤运总收入(百万元)	1,281	1,987	3,096	3,513	5,474	7,083	2,843	2,605	2,882
(+/-)	12%	55%	56%	13%	56%	29%	-60%	-8%	11%
煤运总周转量(十亿吨海里)	32	43	51	53	81	75	58	62	69
(+/-)	9%	24%	27%	-7%	54%	-8%	-23%	8%	11%
煤运综合平均运价(元/千吨海里)	40	46	61	67	67	94	49	42	42
(+/-)	6%	15%	32%	10%	1%	40%	-48%	-15%	0%
内贸煤运收入(百万元)	1,031	1,638	2,536	2,656	4,953	6,900	2,675	2,477	2,738
(+/-)	-7%	59%	55%	5%	87%	39%	-61%	-7%	11%
周转量(十亿吨海里)	27.8	37.8	44.3	44.1	73.6	71.3	52.1	56.8	62.8
(+/-)	7%	36%	17%	0%	67%	-3%	-27%	9%	11%
平均运价(元/千吨海里)	37.0	43.4	57.2	60.2	67.3	96.8	51.3	43.6	43.6
(+/-)	1%	17%	32%	5%	12%	44%	-47%	-15%	0%
外贸煤运收入(百万元)	71	135	170	236	520	183	168	128	144
(+/-)	94%	90%	26%	38%	121%	-65%	-8%	-24%	13%
周转量(十亿吨海里)	4.2	5.5	6.7	8.5	7.7	3.7	5.7	5.4	6.1
(+/-)	-8%	29%	22%	28%	-10%	-52%	53%	-5%	13%
平均运价(元/千吨海里)	16.8	24.7	25.5	27.6	67.6	49.2	29.5	23.6	23.6
(+/-)	111%	47%	3%	8%	145%	-27%	-40%	-20%	0%
油运总收入(百万元)	3,312	3,744	4,682	5,439	5,003	6,078	5,608	8,282	9,134
(+/-)	19%	13%	25%	16%	-8%	21%	-8%	48%	10%
油运总周转量(十亿吨海里)	50	53	80	92	97	104	141	200	237
(+/-)	14%	6%	51%	14%	6%	7%	36%	42%	18%
综合平均运价(元/千吨海里)	66	71	59	59	51	58	40	41	39
(+/-)	4%	6%	-17%	2%	-13%	14%	-32%	4%	-7%
外贸油运收入(百万元)	1,380	1,725	2,515	3,206	2,929	3,848	3,113	5,492	6,260
(+/-)	46%	25%	46%	27%	-9%	31%	-19%	76%	14%
周转量(十亿吨海里)	32.5	35.7	60.5	72.0	80.7	85.9	120.9	177.7	213.2
(+/-)	25%	10%	70%	19%	12%	6%	41%	47%	20%
平均运价(元/千吨海里)	42.5	48.4	41.6	44.5	36.3	44.8	25.8	30.9	29.4
(+/-)	16%	14%	-14%	7%	-19%	23%	-43%	20%	-5%
内贸油运收入(百万元)	1,932	2,019	2,167	2,235	2,074	2,230	2,494	2,790	2,874
(+/-)	5%	4%	7%	3%	-7%	8%	12%	12%	3%
周转量(十亿吨海里)	17.4	17.3	19.6	19.5	16.5	18.1	20.2	22.6	23.3
(+/-)	-2%	0%	13%	0%	-16%	10%	12%	12%	3%
平均运价(元/千吨海里)	111.3	116.5	110.8	114.5	125.8	123.3	123.3	123.3	123.3
(+/-)	7%	5%	-5%	3%	10%	-2%	0%	0%	0%
其他干散货运费总收入(百万元)	584	752	927	1,051	2,165	2,507	1,103	1,090	1,904
(+/-)	48%	29%	23%	13%	106%	16%	-56%	-1%	75%
其他干散货总周转量(十亿吨海里)	21	20	23	27	38	50	48	62	116
(+/-)	38%	-5%	15%	19%	40%	33%	-4%	28%	88%
综合平均运价(元/千吨海里)	28	38	41	39	57	50	23	18	16
(+/-)	7%	35%	7%	-5%	47%	-13%	-54%	-23%	-7%
外贸杂运收入(百万元)	423	547	704	794	1,650	1,916	722	761	1,526
(+/-)	60%	29%	29%	13%	108%	16%	-62%	5%	101%
周转量(十亿吨海里)	16.6	16.7	19.4	23.0	29.9	42.7	40.2	53.0	106.2
(+/-)	39%	1%	16%	19%	30%	43%	-6%	32%	101%
平均运价(元/千吨海里)	25.6	32.7	36.3	34.5	55.2	44.9	18.0	14.4	14.4
(+/-)	15%	28%	11%	-5%	60%	-19%	-60%	-20%	0%
内贸杂运收入(百万元)	161	205	224	259	516	591	381	329	378
(+/-)	24%	27%	9%	16%	99%	15%	-36%	-14%	15%
周转量(十亿吨海里)	4.2	3.0	3.3	4.0	8.0	7.7	8.2	8.9	10.2
(+/-)	37%	-29%	11%	21%	100%	-4%	7%	8%	15%
平均运价(元/千吨海里)	38.5	68.5	67.6	64.9	64.6	77.1	46.2	37.0	37.0
(+/-)	-9%	78%	-1%	-4%	0%	19%	-40%	-20%	0%

资料来源：公司信息、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



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