



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

业绩预览

2010 年 3 月 2 日

航运

研究部

杨 鑫 CFA

分析员

yangxin@cicc.com.cn

聂迪中

联系人

niedz@cicc.com.cn

中国远洋和中海集运跑赢大盘的概率加大

09 年年报预览和 2010 年一季报预测

2009 年年报和 2010 年一季度业绩预测：

我们预计航运公司 2009 年的年报业绩均不能超过市场预期，但是一季度业绩的披露值得关注。

我们认为中海集运和中国远洋的一季度业绩可以超出市场预期：中海集运一季度每股收益预计为-0.03 元，亏损环比减少 67%，接近盈亏平衡；预计中国远洋在 09 年四季度盈亏平衡，2010 年一季度将实现+0.10 元的每股收益，增长最为显著。

其它航运公司虽然一季度环比均有不同幅度的增长，但均是符合市场预期，其中中远航运业绩还将低于市场预期：我们预测中远航运、中海发展、长航油运、招商轮船一季度每股收益分别为+0.04 元、+0.13 元、+0.08 元和+0.06 元。

关注要点：

中海集运：2010 年以来欧线和美西的市场运价的累积涨幅分别达到 39%和 58%，目前欧地航线的市场运价已经为淡季最高点(比历史上旺季时最高运价低 25%左右)。欧地航线和亚太航线都已实现盈利，亏损主要来自美线合同运价。预计 5 月开始美西合同运价有望从目前的 1200 美元/FEU 提升至 2000 美元/FEU，从而公司二季度也将实现盈利。目前市场较为担心高运价的持续性，我们认为，虽然美线价格上涨之后船东联合程度可能有所减弱，但是运价有望维持高位，基于 1) 二三季度为集运传统旺季，尤其是三季度开始受欧美圣诞货支持船东很少降价；2) 集运真正实现盈利需要到二季度，而 09 年的巨额亏损令船东心有余悸，集运不像干散货和油轮为完全竞争市场，因此即使供略大于求，船东仍会尽量维持运价。因此中海集运未来股价上升因素将来自 1) 业绩上：一季度业绩大幅减亏，二季度扭亏为盈；2) 数据上：中金宏观组预计二月份出口同比增速有望达到 40%，从先行指标来看，我们预计出口数据未来三个月也将持续向好；3) 若运价在美线 3-4 月谈判后仍维持高位，则行业的持续复苏得到验证。当然，若欧美经济下半年的复苏速度高于预期，则集运的长期投资机会将进一步确立。

中国远洋：虽然 BDI 在四季度大幅提升使得公司干散货业务实现盈利，但是我们测算集运业务在四季度仍有亏损，加之年底一次性拨备计提的不确定性，我们认为公司在 09 年四季度或只能实现盈亏平衡。虽然今年以来 BDI 比去年四季度有所回落，但由于去年年底高运价时定载的航次将贡献 2010 年一季度的业绩，所以我们预计一季度公司干散货业务仍将实现 12 亿左右的税前利润。另外我们测算公司一季度的集装箱运输业务亏损也缩减至 3 亿元。我们预计公司一季度实现 10 亿元的净利润，对应+0.10 元的每股收益，可以超出市场的预期（目前 A 股市场全年预期为盈利 0.19 元，H 股市场的全年预期为亏损 0.09 元）。另外，我们维持春节前报告中判断，认为 BDI 二季度在铁矿石和粮食带动下，加之谈判的促进，有望上涨 50%，在此背景下，中国远洋的股份有望在未来一个季度跑赢大盘。

估值与建议：

中海集运 A 股和 H 股对应 2010 年的市净率分别为 2.1 和 1.3，中国远洋 A 股和 H 股对应 2010 年的市净率分别为 2.9 和 1.9 倍，中远航运对应 2010 和 2011 年的市净率分别为 2.8 倍和 2.4 倍，对应 2010 和 2011 年的市盈率分别为 27.6 倍和 13.0 倍。

我们继续重申中海集运“推荐”的投资评级，也提示中国远洋的交易机会，认为这两只股票有望随着行业运价改善和一季报业绩的公布跑赢大盘。另外，基于公司船队结构改善带来的业绩和估值的双提升，我们维持中远航运长期的“推荐”评级，但短期内股价缺乏明显的催化剂，低于预期的一季报可能带来逢低吸纳的机会。

图表 1：09 年年报和 2010 年一季度业绩预览汇总

	评级	一季度业绩情况	1Q09	2Q09	3Q09E	4Q09E	QoQ	1Q10E	% of 2010E	QoQ	2008	2009E	YoY	2010E	YoY
中海发展															
净利润 (百万元)	审慎推荐	符合预期	319	295	292	333	14%	451	19%	36%	5,373	1,238	-77%	2,354	90%
摊薄每股收益 (元)			0.09	0.09	0.09	0.10	14%	0.13	19%	36%	1.58	0.36	-77%	0.69	90%
中国远洋															
净利润 (百万元)	中性	高于预期	(3,351)	(1,266)	(691)	19	103%	1,040	70%	5262%	10,830	(5,288)	-149%	1,476	128%
摊薄每股收益 (元)			(0.33)	(0.12)	(0.07)	0.00	103%	0.10	70%	5262%	1.06	(0.52)	-149%	0.14	128%
中海集运															
净利润 (百万元)	推荐	高于预期	(1,213)	(2,205)	(1,936)	(1,108)	43%	(364)	-25%	67%	131	(6,461)	-5048%	1,483	123%
摊薄每股收益 (元)			(0.10)	(0.19)	(0.17)	(0.09)	43%	(0.03)	-25%	67%	0.01	(0.55)	-5048%	0.13	123%
中远航运															
净利润 (百万元)	推荐	低于预期	89	6	6	29	361%	52	12%	78%	1,448	130	-91%	420	222%
摊薄每股收益 (元)			0.07	0.00	0.00	0.02	361%	0.04	12%	78%	1.11	0.10	-91%	0.32	222%
长航海运															
净利润 (百万元)	中性	符合预期	49	(29)	(18)	2	113%	129	33%	5719%	596	4	-99%	393	9185%
摊薄每股收益 (元)			0.03	(0.02)	(0.01)	0.00	113%	0.08	33%	5719%	0.37	0.00	-99%	0.24	9185%
招商轮船															
净利润 (百万元)	中性	符合预期	191	30	138	91	-34%	191	26%	111%	1,233	449	-64%	737	64%
摊薄每股收益 (元)			0.06	0.01	0.04	0.03	-34%	0.06	26%	111%	0.36	0.13	-64%	0.21	64%

资料来源：公司信息、中金公司研究部

中海集运：运价持续提升，一季度略有亏损，二季度有望盈利

集装箱运价在四季度和一季度的淡季逆势上涨，将支撑中海集运的业绩逐季出现改善。我们测算今年一季度中海集运的亏损将大幅减少至 3 亿元左右。而随着美洲航线大客户运价谈判结束，其他航线的运价如果能维持现有水平，公司业绩将很可能在二季度出现盈利。一季度业绩的公布将给股价带来表现机会，维持“推荐”评级。

- 预计 2009 年的年报业绩难超预期：中国出口集装箱综合运价指数在 2009 年四季度的均值为 979.84，环比三季度增长 14%。按照我们的假设，四季度美线、欧地航线、亚太航线的将分别环比三季度增长 9%、89%、31%；整体货量和三季度基本持平。在此假设之下，四季度每股亏损将达到 -0.09 元，从而全年业绩为 -0.55 元。如果考虑到可能计提的非经常性损益，不排除 09 年全年业绩低于 -0.55 元的可能性。
- 预计 2010 年一季度整体业绩微亏，将超出市场预期：今年以来运价持续提升，目前运价指数已达到 1168.31 点的水平，若 3 月份继续维持这一水平，2010 年一季度的运价均值将达到 1106.72 点，环比四季度大幅提升 13%。目前欧线市场运价达到 2150 美元/TEU，美西航线的市场运价从 09 年底的 1358 美元/FEU 上调至 2 月底的 2139 美元/FEU，合同运价从去年的 800-900 美元/FEU 在 2 月份通过紧急附加费增加至 1200 美元/FEU，整体而言欧线的保本点在 1700 美元/TEU，美西的保本点在 2000 美元/FEU 左右，因此目前欧线已有盈利，美线市场货也有盈利，合同货仍有亏损。整体来看，公司运营中的船队应该整体上接近盈亏平衡。我们按照一季度美线、欧地航线、亚太航线运价分别环比上涨 19%、39% 和 2% 以及整体货量环比略有下滑的假设来估计，2010 年一季度的每股亏损将大幅减少至 -0.03 元（图表 2）。

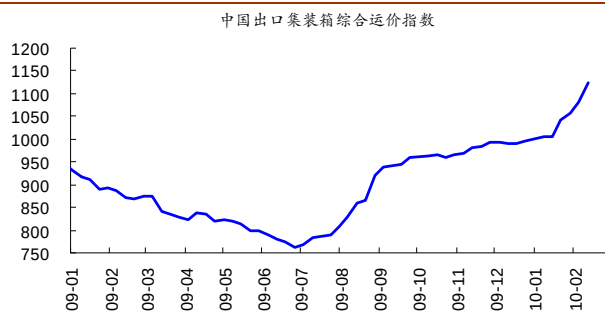
- 预计 2010 年二季度有望实现整体盈利：1) 由于主要集运公司对于运力的联合控制，欧线舱位持续爆满，春节前甚至有部分货源未能及时出货并推迟到节后发货，这意味着通常节后出现回调的运价有望维持平稳。2) 北美航线中公司合同大客户的比例约占 50%，4 月份公司计划在运价谈判中将运价继续从 1200 美元/FEU 提升至 2000 美元/FEU，若提价成功，5 月份起美线将实现保本。我们注意到 2010 年以来美西和美东航线的市场即期运价已经分别累计上涨了 50% 和 29%，上涨势头强劲。目前美国的库销比率仍然处于低位，经济整体上仍呈现企稳势头，所以我们预计 4 月份的美线提价成功的可能性很大。

图表 2：中海集运季度运营和财务数据

运价 (元/标箱)	1H07	2H07	1H08	2H08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09E	1Q10E
太平洋航线	8,806	8,608	8,355	9,106	6,141	5,065	5,273	5,745	6,860
亚欧航线	7,602	10,064	8,522	6,975	3,456	2,804	2,945	5,563	7,751
亚太航线	3,728	5,356	3,385	4,010	2,191	1,760	1,847	2,417	2,455
国内航线	1,327	1,750	2,258	1,825	1,551	1,346	1,284	1,224	1,337
其他航线	12,975	4,955	9,150	9,322	12,085	14,390	14,187	15,420	13,260
综合平均	5,225	5,435	5,099	4,738	3,133	2,597	2,649	3,353	3,927
货量 (千标箱)	1H07	2H07	1H08	2H08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09E	1Q10E
太平洋航线	771	857	681	623	258	307	338	336	330
亚欧航线	716	742	701	675	254	304	334	347	335
亚太航线	628	605	834	537	333	403	444	438	425
国内航线	1,110	1,639	1,258	1,452	562	692	761	763	760
其他航线	103	128	96	85	38	32	36	38	37
合计	3,328	3,970	3,570	3,372	1,446	1,738	1,912	1,922	1,887
收入 (百万元)	1H07	2H07	1H08	2H08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09E	1Q10E
太平洋航线	6,793	7,375	5,686	5,677	1,587	1,554	1,780	1,930	2,264
亚欧航线	5,446	7,464	5,975	4,708	877	852	984	1,929	2,597
亚太航线	2,341	3,241	2,823	2,152	730	709	819	1,058	1,043
国内航线	1,473	2,869	2,841	2,649	871	931	977	934	1,016
其他航线	1,339	632	881	791	465	466	505	593	491
合计	17,391	21,580	18,206	15,978	4,530	4,513	5,065	6,445	7,411
净利润 (百万元)	1,226	2,064	699	-568	-1,213	-2,205	-1,936	-1,108	-364
每股收益 (元)	0.10	0.18	0.06	-0.05	-0.10	-0.19	-0.17	-0.09	-0.03

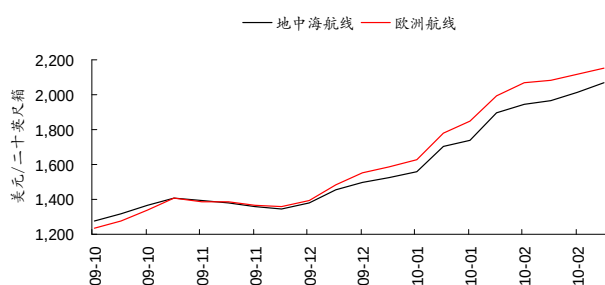
资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 3: 中国出口集装箱综合运价指数走势



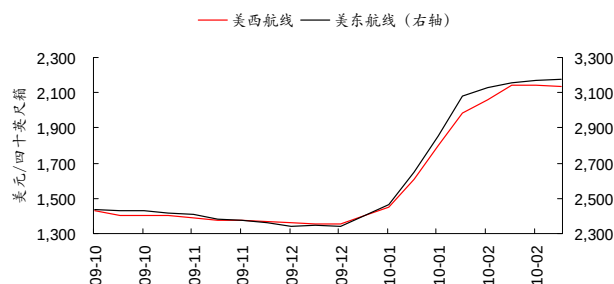
资料来源: 中华航运网、中金公司研究部

图表 4: 上海到欧洲和地中海航线的市场运价走势



资料来源: 中华航运网、中金公司研究部

图表 5: 上海到美西美东航线的市场运价走势



资料来源: 中华航运网、中金公司研究部

中国远洋: 1Q10 将现盈利, 超出市场预期的概率较大

我们预计公司 09 年四季度基本上盈亏平衡, 考虑公司还可能进一步拨备, 年报业绩不能超出市场预期。但是我们预计一季度公司能够实现盈利, 预测每股收益 0.10 元, 超出市场预期的概率较大 (目前 A 股市场全年盈利预测平均为 0.19 元, H 股市场全年盈利预测平均为 -0.09 元)。我们预计 BDI 在二季度结束前将在目前的基础上有 50% 左右的上涨, 加上一季度业绩的超预期, 中国远洋将迎来交易性机会。

- 预计 2009 年的年报业绩超出预期的可能性低: 我们预计四季度集运运量与三季度基本持平, 整体平均运价环比上涨 14%, 公司集装箱运输板块出现 11 亿

左右的亏损。而预计公司 Capesize 船队在四季度的 TCE 水平可以达到 5 万美元/天, 比三季度上涨 13%, 我们预测干散货板块整体实现 12 亿元左右的税前利润。综合考虑集运业务、干散货业务、物流和码头业务的税前利润, 以及少数股权和所得税, 我们预测公司四季度实现盈亏平衡。基于以上分析, 我们将中国远洋 09 年每股收益从之前的 -0.46 元下调至 -0.52 元。不过, 由于公司在年底可能计提租船亏损拨备和资产减值损失, FFA 的损益也有不确定性, 我们不排除 09 年年报业绩低于市场预期的可能。

- 预计 2010 年一季度业绩超出预期的可能性较大: 我们按照集运运量环比小幅下滑 3%、集运运价环比上涨 10% 的假设预计一季度集运业务实现 3 亿元的亏损。另外, 由于 BDI 从四季度平均的 3371 点回落至一季度的 2700-3300 点的较低水平, 我们预计 Capesize 船队在四季度的 TCE 水平回落到 4.6 万美元/天, 干散货业务实现 12 亿元的税前利润。公司整体实现 10 亿元的净利润, 对应 0.10 元的每股收益。

图表 6: 中国远洋季度运营和财务数据

百万元	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09E	1Q10E
集运平均运价 (千元/标箱)	6.93	6.24	6.73	5.77	4.31	3.32	4.30	4.90	5.41
集装箱货量 (千标箱)	1,415	1,599	1,526	1,252	994	1,360	1,427	1,427	1,390
干散货 TCE (千美元/天)									
Capesize	98.9	106.3	122.0	50.9	17.4	23.7	44.2	50.0	45.5
Panamax	49.9	49.8	54.7	34.1	11.9	14.3	20.3	22.0	21.5
Handymax	41.8	44.2	45.9	27.2	11.1	13.1	15.3	17.0	16.5
Handysize	31.9	31.9	30.6	18.9	9.8	8.4	10.0	11.0	10.5
拨备前净利润	5,932	7,015	7,196	49	-5,323	-3,730	-768	24	1,040
FFA 收益/(损失)	200	1,009	-1,640	-3,690	51	616	-50	-	-
租船拨备回拨/(计提)	-	-	-	-5,240	1,921	1,848	127	-5	-
拨备后净利润	6,132	8,024	5,556	-8,881	-3,351	-1,266	-691	19	1,040
每股收益 (元)	0.60	0.79	0.54	-0.87	-0.33	-0.12	-0.07	0.00	0.10

资料来源: 公司信息、中金公司研究部

中远航运: 一季度业绩仍不理想, 长期投资价值可期待

中远航运已经公布 09 年的业绩快报, 全年实现 0.10 元的每股收益, 符合我们和市场的预期。公司 09 年一至四季度分别实现 0.07 元、0.00 元、0.01 元、0.02 元。我们预计公司在 2010 年一季度业绩恢复较为缓慢, 预测每股收益为 0.04 元。虽然短期内公司股价缺乏正面催化剂, 但是由于公司盈利能力低的杂货船会不断淘汰, 盈利能力强的重吊船和半潜船队投资力度不断加大, 我们预计公司盈利将逐年增加, 预计 2010-2011 年的每股收益将达到 0.32 元和 0.76 元, 因此我们维持“推荐”的投资评级不变。

从一季度的情况来看: 由于中国向亚非拉的机械设备出口不断恢复, 公司多用途船的 TCE 水平从去年的 9000 美元/天已经恢复至 1 万美元/天左右, 但仍低于我们全年假设的 12500 美元/天的水平。而我们估计重吊船和半潜船在一季度的 TCE 水平分别稳定在 2 万美元/天和 4 万美元/天。

图表 7：中远航运历史期租水平和盈利情况

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	1Q10E
期租水平 (美元/天)							
多用途船	10,272	9,413	12,638	20,063	8,928	12,321	10,000
重吊船	14,998	17,361	20,091	20,063	19,060	20,966	20,000
半潜船	20,283	30,397	26,815	31,937	40,241	37,022	40,000
净利润 (百万人民币)	685	583	1,074	1,448	130	420	52
每股收益 (人民币)	0.52	0.44	0.82	1.11	0.10	0.32	0.04

资料来源：公司信息、中金公司研究部

长航油运：一季度业绩符合市场预期

油轮市场运价在 09 年四季度仍较低迷，在今年 1 月份大幅攀升，但在 2 月份明显回落。其中 VLCC 的 TCE 水平 (TD3 航线) 从 12 月的 3 万美元/天大幅攀升至 1 月下旬最高的 9 万美元/天，近期已回落至 3-4 万美元/天，运价的冲高回落符合我们的预期。

公司已经公布 09 年全年业绩，每股收益为 0.003 元。我们按照 2010 年一季度 VLCC 和 MR 分别实现 5 万美元/天以及 1.55 万美元/天的运价假设，并综合考虑折旧政策更改对于盈利的增厚、船舶交付的延迟、租赁成本高于预期等因素，预测 2010 年一季度长航油运的每股收益约为 0.08 元。

从全年业绩来看，我们将长航油运 2010-2011 年的每股收益从之前的 0.22 元和 0.22 元，分别小幅上调至 0.24 元和 0.31 元。

- 小幅上调 VLCC 运价假设：我们假设 2010 年 VLCC 和 MR 全年实现的 TCE 均值为 4.2 万美元/天和 1.6 万美元/天，而 2011 年 VLCC 和 MR 全年实现的 TCE 均值为 4.0 万美元/天和 1.6 万美元/天。其中我们对于 VLCC 在 2010-2011 年的 TCE 水平分别上调了 4% 和 10%。(图表 8)
- 船舶交付速度低于预期：2009 年底公司共控制 5 艘 VLCC 和 28 艘 MR，由于交付略有延迟，船舶数量少于之前计划的 32 艘 MR 和 6 艘 VLCC。其中原计划 09 年底交付的一艘 VLCC 已推迟到 1 月初交付。按照目前计划，2010 年底公司将控制自有和长期租入的 9 艘 VLCC 和 33 艘 MR，2011 年底公司将控制自有和长期租入的 14 艘 VLCC 和 33 艘 MR。
- 折旧政策更改带来折旧成本下降：公司之前按照 18 年的折旧年限和 5% 的残值来对船舶计提折旧，而从 2010 年 1 月 1 日起公司将按照 22 年的折旧年限 (或可用年限) 和废钢价残值 (按照目前废钢价估计的残值是 10%) 来计提折旧。这意味着每年的折旧率将从之前的 5.28% 降低到 4.09% 左右。综合考虑到使用年限超龄的船只数量和未来年度的交船计划，我们将 2010 年的船舶折旧成本从之前的 5.59 亿元下调至 3.10 亿元，将 2011 年的折旧成本从之前的 6.99 亿元下调至 4.02 亿元。
- 租赁成本大幅上调：预计公司在 2010 年底将拥有长期租入的 VLCC 和 MR 分别是 6 艘和 10 艘。由于 09 年单船租赁成本高于之前我们的预期，因此将

2010 年租赁成本从之前的 4.44 亿元上调至 8.32 亿元，将 2011 年的租赁成本从之前的 4.77 亿元上调至 9.70 亿元。

向后看，我们维持原来观点，由于原油运价进入二季度传统淡季，而 MR 由于 1) 单壳船比例低；2) 2010 年交付量高；3) 预期的中东炼油能力并未如期增加，08-09 年炼油能力增加的反而是消费地的亚洲 (包括印度)，运价将持续低迷。

图表 8：长航油运船队扩张计划

年底艘数	2008	2009	2010E	2011E	2012E
VLCC	1	5	9	14	16
MR	21	28	33	33	33
阿芙拉型	1	1	1	1	1
LR	2	2	2	2	2
灵便型	9	9	10	13	13
液化气船	7	7	7	7	7
化学品船	13	12	15	16	16
沥青船	4	5	5	5	5
合计	58	69	82	91	93

资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 9：长航油运盈利预测调整

人民币百万	2010E	2011E	人民币百万	2010E	2011E
MR 型船期租水平 (美元/天)			船舶折旧成本		
调整后	16,026	16,026	调整后	310	402
增长率 %	12.9%	0.0%	增长率 %	-3.9%	29.6%
调整前	16,026	16,026	调整前	559	699
增长率 %	2.1%	0.0%	增长率 %	25.4%	25.0%
调整幅度 %	0.0%	0.0%	调整幅度 %	-44.5%	-42.4%
VLCC 期租水平 (美元/天)			船舶租赁成本		
调整后	42,000	40,000	调整后	832	970
增长率 %	23.5%	-4.8%	增长率 %	12.9%	16.6%
调整前	40,333	36,300	调整前	411	499
增长率 %	28.4%	-10.0%	增长率 %	34.0%	21.3%
调整幅度 %	4.1%	10.2%	调整幅度 %	102.3%	94.4%
MR 运营天数 (天)			净利润		
调整后	11,089	11,804	调整后	393	503
增长率 %	30.1%	6.5%	增长率 %	9184.6%	27.8%
调整前	12,162	12,877	调整前	357	347
增长率 %	34.6%	5.9%	增长率 %	8336.6%	-3.0%
调整幅度 %	-8.8%	-8.3%	调整幅度 %	10.1%	45.0%
VLCC 运营天数 (天)			摊薄每股收益 (元)		
调整后	2,331	4,072	调整后	0.24	0.31
增长率 %	102.7%	74.7%	增长率 %	9184.6%	27.8%
调整前	2,242	3,895	调整前	0.22	0.22
增长率 %	60.6%	73.7%	增长率 %	8336.6%	-3.0%
调整幅度 %	3.9%	4.5%	调整幅度 %	10.1%	45.0%

资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 10: 长航油运主要盈利预测假设

(人民币百万元, 除另注明)	2009	2010E	2011E
总体			
海上石油运输营业收入	2,859	4,212	5,248
(+/-%)	9%	47%	25%
其中租期收入	1,802	2,592	3,086
(+/-%)	3%	44%	19%
其中航次成本	1,057	1,620	2,162
(+/-%)	21%	53%	33%
海上石油运输营业毛利	243	832	1,001
(+/-%)	-68%	242%	20%
MR型(4.6/4.9万吨)			
有效船舶数量	25	31	33
(+/-%)	37%	26%	6%
船天数	8,524	11,089	11,804
(+/-%)	40%	30%	6%
假设租期水平(美元/天)	14,200	16,026	16,026
(+/-%)	-29%	13%	0%
期租收入	827	1,196	1,231
(+/-%)	-5%	45%	3%
营业毛利	47	331	344
(+/-%)	-87%	604%	4%
VLCC			
有效船舶数量	4	7	12
(+/-%)	950%	88%	75%
船天数	1,150	2,331	4,072
(+/-%)	927%	103%	75%
假设租期水平(美元/天)	34,000	42,000	40,000
(+/-%)	-41%	24%	-5%
期租收入	267	659	1,059
(+/-%)	252%	147%	61%
营业毛利	-33	181	287
(+/-%)	-168%	-645%	59%
阿芙拉型+LR型(7万吨)			
有效船舶数量	3	3	3
(+/-%)	0%	0%	0%
船天数	1,040	1,073	1,073
(+/-%)	2%	3%	0%
假设租期水平(美元/天)	19,526	18,922	20,027
(+/-%)	-22%	-3%	6%
期租收入	139	137	140
(+/-%)	-23%	-2%	2%
营业毛利	19	32	33
(+/-%)	-79%	70%	2%
灵便型及其他			
有效船舶数量	7	8	10
(+/-%)	-18%	7%	27%
船天数	2,427	2,683	3,398
(+/-%)	-16%	11%	27%
假设租期水平(美元/天)	28,542	28,654	25,838
(+/-%)	10%	0%	-10%
期租收入	473	517	571
(+/-%)	-10%	9%	10%
营业毛利	210	288	336
(+/-%)	-18%	37%	17%

资料来源: 公司信息、中金公司研究部

中海发展: 预计 2010 年沿海合同运价同比增 8%, 一季度业绩将符合预期

我们预计中海发展 09 年全年的每股收益为 0.36 元, 一至四季度分别为 0.094 元、0.087 元、0.086 元和 0.098 元。09 年的年报业绩较为平淡。其中四季度的环比小幅增长主要来自于外贸油和内贸油周转量的提升, 但其外贸杂运业务实现的运价并未跟随 BDI 在四季度的上涨而有明显提升。

从 2010 年一季度来看: 我们预计公司内贸煤合同运价可以同比增长 8% 带动内贸煤业务出现环比增长, 而油轮市场运价的提升和新 VLCC 的交付则会带动外贸油运业务在一季度也出现较明显的增长。而预计内贸油运业务则维持稳定。我们测算 2010 年一季度公司可以实现约 0.13 元的每股收益。

我们小幅下调了公司 2009-2011 年的盈利预测, 分别从原来的 0.38 元、0.72 元和 0.76 元下调至目前的 0.36 元、0.69 元和 0.70 元。

图表 11: 中海发展季度运营数据和财务数据

周转量(十亿吨海里)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09E	1Q10E
内贸煤运	12.2	12.4	12.6	14.6	12.6
外贸油运	23.9	23.0	28.1	31.8	34.6
内贸油运	4.1	5.0	4.8	5.6	5.6
外贸杂运	5.9	8.6	9.8	8.2	8.9
运价(元/千吨海里)					
内贸煤运	51	49	50	45	56
外贸油运	28	22	23	22	29
内贸油运	140	128	129	132	132
外贸杂运	18	16	22	18	18
收入(百万元)					
内贸煤运	623	609	634	662	703
外贸油运	663	514	639	685	993
内贸油运	572	641	622	738	733
外贸杂运	109	140	211	145	158
净利润(百万元)	319	295	292	333	451
每股收益(元)	0.09	0.09	0.09	0.10	0.13

资料来源: 公司信息、中金公司研究部

招商轮船: 预计一季度业绩符合预期

根据我们测算, 公司 2009 年的每股收益约为 0.13 元。一季度至四季度公司的业绩分别为 0.06 元、0.01 元、0.04 元和 0.03 元。预计四季度油轮经营状况无明显改善, 干散货船队实现的运价高于三季度, 但是船队成本也将环比上涨, 侵蚀部分盈利。另外, 我们并不确定 2009 年底是否会有有一次性损益的计提。

从 2010 年一季度来看: 我们预计公司可以实现 0.06 元的每股收益, 环比明显增长, 主要是得益于油轮实现运价的提升。这样的业绩基本符合市场的预期。

航运板块: “中海集运”和“中国远洋”一季报超预期带来交易机会

中海集运: 虽然年报业绩无法超出市场预期, 但其一季度业绩超预期的可能性很大。我们认为, 一季报业绩的公布、集运市场运价的持续提升、二季度美线大客户运价的成功上调都会成为股价上涨的催化剂。我们重申“推荐”的投资评级。

中国远洋: 我们判断 BDI 在二季度结束前会有显著的反弹(见 2010 年 2 月 11 日航运月报), 加之公司一季报业绩超预期可能性较大, 我们提示其交易性机会。

中远航运: 虽然其一季报业绩无法超出预期, 短期内股价缺乏正面的催化剂。但是基于船队结构的不断提升、业绩持续改善的预期, 我们继续维持“推荐”的投资评级, 建议逢低吸纳。

长航油运和招商轮船：一季报业绩均基本符合市场预期，而且由于油轮运价在4月底前较难有明显反弹，我们继续维持“中性”的投资评级。

稳，基本符合市场预期，股价短期内也缺乏明显的催化剂。

中海发展：我们预计沿海煤炭合同运价的提升幅度为8%，较难超出市场预期。而其年报和一季报业绩较为平

图表 12：中金公司业绩预测和市场预期的差异

人民币元	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
	中海发展			中国远洋			中海集运		
A 股									
中金预测每股盈利	0.36	0.69	0.70	-0.52	0.14	0.37	-0.55	0.13	0.32
市场预测平均值	0.39	0.65	0.89	-0.51	0.19	0.39	-0.46	-0.07	0.11
差异	-7%	6%	-22%	-2%	-22%	-5%	-21%	295%	183%
H 股									
中金预测每股盈利	0.36	0.69	0.70	-0.52	0.14	0.37	-0.55	0.13	0.32
市场预测平均值	0.40	0.66	0.89	-0.59	-0.09	0.17	-0.51	-0.15	0.03
差异	-8%	5%	-22%	12%	262%	119%	-9%	188%	993%
	中远航运			长航油运			招商轮船		
中金预测每股盈利	0.10	0.32	0.76	0.00	0.24	0.31	0.13	0.21	0.18
市场预测平均值	0.10	0.35	0.60	0.00	0.29	0.37	0.16	0.30	0.37
差异	0%	-9%	26%	0%	-15%	-17%	-17%	-29%	-52%

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 13：航运公司盈利预测调整汇总

	中海发展			中国远洋			长航油运		
	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
净利润（百万元）									
调整后	1,238	2,354	2,368	(5,288)	1,476	3,761	4	393	503
调整前	1,279	2,463	2,597	(4,723)	1,476	3,761	4	357	347
调整幅度 %	-3%	-4%	-9%	12%	0%	0%	0%	10%	45%
摊薄每股收益（元）									
调整后	0.36	0.69	0.70	(0.52)	0.14	0.37	0.00	0.24	0.31
调整前	0.38	0.72	0.76	(0.46)	0.14	0.37	0.00	0.22	0.22
调整幅度 %	-3%	-4%	-9%	12%	0%	0%	0%	10%	45%

资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 14：A 股航运公司估值

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	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
中远航运	600428 CH Equity	推荐	10.41	1.11	0.12	0.38	0.80	9.4	85.2	27.6	13.0	3.1	3.0	2.8	2.4	33.2	3.6	10.1	18.3	2.1	0.2	0.7	1.5
中海集运	601866 CH Equity	推荐	4.85	0.01	(0.55)	0.13	0.32	433.9	(8.8)	38.2	15.3	1.8	2.3	2.1	1.9	0.4	(25.7)	5.6	12.3	-	-	-	-
中海发展	600026 CH Equity	审慎推荐	13.64	1.58	0.38	0.72	0.76	8.6	36.3	18.9	17.9	2.2	2.1	2.0	1.8	25.2	5.9	10.4	10.1	2.2	1.0	1.0	1.1
长航油运	600087 CH Equity	中性	6.65	0.37	0.00	0.22	0.22	18.0	2,527.8	30.0	30.9	2.4	2.5	2.3	2.1	13.2	0.1	7.6	6.7	1.5	-	1.0	1.0
中国远洋	601919 CH Equity	中性	13.00	1.06	(0.46)	0.14	0.37	12.3	(28.1)	90.0	35.3	2.5	3.0	2.9	2.7	20.8	(10.6)	3.2	7.6	2.2	-	-	-
招商轮船	601872 CH Equity	中性	5.78	0.36	0.13	0.21	0.18	16.1	44.2	26.9	32.5	2.1	2.1	1.9	1.8	13.1	4.7	7.1	5.6	1.9	0.3	0.5	0.4
宁波海运	600798 CH Equity	n.a	5.68	0.35	0.06	0.15	n.a	16.1	90.2	39.2	n.a	2.7	n.a	n.a	n.a	19.4	n.a	n.a	n.a	2.3	n.a	n.a	n.a
中海海盛	600896 CH Equity	n.a	9.64	0.23	0.17	n.a	n.a	41.9	56.7	n.a	n.a	4.0	n.a	n.a	n.a	9.7	n.a	n.a	n.a	0.4	n.a	n.a	n.a
长航凤凰	000520 CH Equity	n.a	5.57	0.11	(0.1)	0.16	n.a	50.8	(55.7)	34.8	n.a	3.0	n.a	n.a	n.a	5.0	n.a	n.a	n.a	0.5	n.a	n.a	n.a
平均值								67.5	305.3	38.2	24.2	2.6	2.5	2.3	2.1	15.6	(3.7)	7.3	10.1	1.5	0.3	0.5	0.7
中值								16.1	44.2	32.4	24.4	2.5	2.4	2.2	2.0	13.2	1.8	7.4	8.9	1.9	0.1	0.6	0.7

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 15: H 股航运公司估值

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	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
港股航运公司																							
中海发展	1138 HK Equity	Accumulate	13.56	1.58	0.38	0.72	0.76	7.6	31.8	16.1	14.6	1.9	1.9	1.7	1.5	25.2	5.9	10.5	10.1	2.5	1.2	1.2	1.3
中国远洋	1919 HK Equity	Hold	9.96	1.14	(0.46)	0.14	0.37	7.7	(19.0)	59.3	22.2	1.7	2.0	1.9	1.7	22.1	(10.5)	3.2	7.5	3.3	-	-	-
中海集运	2866 HK Equity	Buy	3.26	0.00	(0.55)	0.13	0.32	779.9	(5.2)	22.0	8.4	1.1	1.4	1.3	1.1	0.1	(26.3)	5.9	13.2	-	-	-	-

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 16: 国际干散货航运可比公司估值

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	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
DIANA SHIPPING	USD	DSX US Equity	13.91	2.97	1.55	1.59	1.54	4.7	9.0	8.7	9.0	1.2	1.1	1.0	1.0	28.2	13.4	11.8	10.5	23.8	-	0.4	6.7
EAGLE BULK SHIPP	USD	EGLE US Equity	5.22	1.32	0.66	0.30	0.20	4.0	7.9	17.3	25.7	0.5	0.5	0.5	0.5	12.5	6.1	2.6	2.9	38.3	-	-	n.a
GENCO SHIPPING	USD	GNK US Equity	21.00	2.86	4.61	3.53	1.65	7.3	4.6	6.0	12.8	0.8	0.7	0.7	0.7	13.1	17.9	11.3	4.6	18.3	-	-	0.3
DRYSHIPS INC	USD	DRYS US Equity	5.47	(8.11)	1.00	0.90	1.26	(0.7)	5.5	6.1	4.3	0.5	0.6	0.6	0.6	(31.2)	7.2	8.9	12.6	14.6	-	-	0.4
EXCEL MARITIME	USD	EXM US Equity	5.89	(1.23)	0.02	0.28	(0.24)	(4.8)	280.5	n.a	(25)	0.3	0.3	0.3	0.3	(6.4)	12.4	5.5	(1.8)	10.2	-	-	-
KAWASAKI KISEN	JPY	9107 JP Equity	317.00	50.89	(121.08)	(11.74)	21.02	6.2	(2.6)	n.a	15.1	0.7	n.a	0.8	0.8	9.4	(22.4)	(3.0)	4.7	4.3	0.1	0.5	1.4
PRECIOUS SHIPPIN	THB	PSL TB Equity	18.30	2.93	1.73	2.40	3.02	6.2	10.6	7.6	6.1	1.1	1.1	1.0	0.9	18.3	9.9	13.5	15.7	9.5	4.2	5.2	8.7
PACIFIC BASIN	USD	2343 HK Equity	0.82	0.24	0.07	0.05	0.06	3.4	11.9	15.5	13.0	1.1	1.1	1.1	1.0	39.2	9.2	7.3	8.2	11.8	3.1	2.7	3.5
SINOTRANS SHIPPI	USD	368 HK Equity	0.49	0.09	0.03	0.03	0.04	5.6	17.5	15.3	12.9	1.0	1.0	0.9	0.9	18.7	5.6	5.6	6.3	5.7	1.6	1.8	2.0
平均值								3.6	38.3	10.9	8.2	0.8	0.8	0.8	0.7	11.3	6.6	7.1	7.1	15.2	1.0	1.2	2.9
中值								4.7	9.0	8.7	12.8	0.8	0.8	0.8	0.8	13.1	9.2	7.3	6.3	11.8	-	0.4	1.7

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 17: 国际油轮可比公司估值

国际油轮公司	货币	公司股票代码	股价	每股收益				市盈率				市净率				净资产收益率 (%)				股息率 (%)			
				2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
TEEKAY SHIPPING	USD	TK US Equity	25.1	(6.5)	(1.1)	0.97	1.41	(3.9)	(23.3)	25.9	17.8	0.8	0.8	0.8	0.8	(19.9)	(0.2)	4.0	4.1	4.5	5.0	5.0	5.0
FRONTLINE LTD	USD	FRO US Equity	27.0	9.15	1.37	2.00	2.25	2.9	19.7	13.5	12.0	2.8	2.9	2.6	2.5	121.7	15.1	18.4	18.1	30.6	3.2	3.7	5.7
OVERSEAS SHIPPING	USD	OSG US Equity	44.5	10.71	(1.4)	0.43	3.15	4.2	(31.1)	102.5	14.1	0.6	0.7	0.7	0.7	17.9	0.3	0.8	4.1	3.4	3.9	3.6	3.5
SHIP FINANCE	USD	SFL US Equity	15.9	2.50	2.40	2.33	2.17	6.4	6.6	6.8	7.3	1.8	1.6	1.4	1.4	32.1	30.6	25.5	18.5	14.4	8.2	8.5	7.9
GENERAL MARITIME	USD	GMR US Equity	7.2	0.76	0.52	(0.0)	0.24	9.5	14.0	(723.0)	n.a	1.0	1.0	1.0	1.1	8.7	7.5	(0.1)	1.6	21.9	18.0	6.9	5.9
TSAKOS ENERGY	USD	TNP US Equity	14.9	5.40	1.20	1.03	1.76	2.8	12.4	14.5	8.5	0.6	0.6	0.6	0.6	23.0	7.9	5.9	6.6	12.1	4.5	3.1	4.2
TOP TANKERS INC	USD	TOPS US Equity	1.1	1.01	(0.4)	0.40	0.20	1.1	(2.7)	2.7	5.4	0.1	n.a	n.a	n.a	10.2	n.a	n.a	n.a	-	n.a	n.a	n.a
KNIGHTSBIDGE TA	USD	VLCOF US Equity	15.4	2.81	1.24	2.37	2.43	5.5	12.5	6.5	6.3	1.2	1.1	1.1	1.0	21.7	9.2	14.7	14.8	17.8	1.0	9.9	12.3
NORDIC AMER TANK	USD	NAT US Equity	29.1	3.63	0.15	1.14	1.66	8.0	188.7	25.4	17.5	1.3	1.3	1.3	1.4	16.3	0.5	4.7	7.1	16.8	6.1	8.7	10.4
平均值								4.0	21.9	(58.3)	11.1	1.1	1.2	1.2	1.2	25.7	8.9	9.3	9.4	13.5	6.2	6.2	6.9
中值								4.2	12.4	13.5	10.2	1.0	1.0	1.0	1.1	17.9	7.7	5.3	6.8	14.4	4.7	6.0	5.8

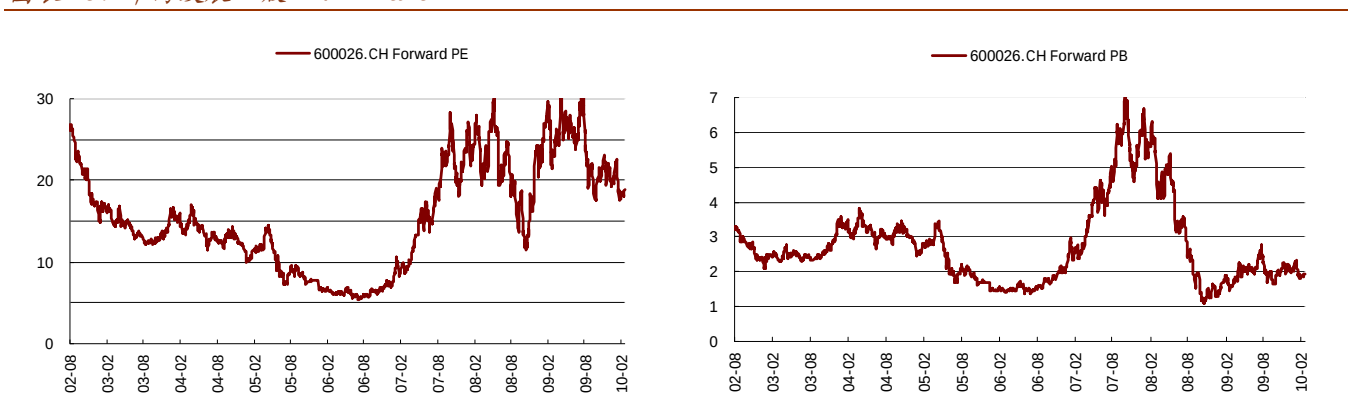
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 18: 国际集运可比公司估值

集运公司	货币	股票代码	股价	每股收益				市盈率				市净率				净资产收益率 (%)				股息率 (%)			
				2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
China Shgh Container Lines*	CNY	2866 HK equity	3.26	0.00	(0.55)	0.13	0.32	779.9	(5.2)	22.0	8.4	1.1	1.4	1.3	1.1	0.1	(26.3)	5.9	13.2	-	-	-	-
Yang Ming	TWD	2609 It equity	11.50	0.21	(4.58)	(1.22)	0.72	54.8	(2.5)	(9.5)	16.0	0.6	0.8	0.9	0.9	1.1	(31.8)	(17.3)	3.1	n.a	0.0	-	0.8
Hanjin	KRW	000700 Ks equity	15,900.00	26,708.13	(72,308.00)	(15,657.00)	3,077.00	0.6	(0.2)	(1.0)	5.17	0.1	0.1	0.1	0.1	11.0	(1.9)	(8.1)	38.6	19.5	13.7	13.4	11.3
Evergreen	TWD	2603 It equity	19.00	0.21	(2.85)	(0.51)	1.03	90.5	(6.7)	(37.3)	18.4	0.9	1.0	1.1	1.1	1.0	(15.1)	(4.1)	4.2	-	0.2	0.2	1.4
Wan Hai	TWD	2615 It equity	16.25	0.00	(0.89)	0.44	1.03	8,125.0	(18.3)	36.7	15.7	1.3	1.4	1.3	1.3	0.0	(7.8)	1.9	6.6	-	-	0.9	2.4
Orient Overseas	USD	316 HK equity	7.23	0.44	(0.63)	0.76	0.48	16.6	(11.4)	9.5	15.0	1.1	1.1	1.0	0.9	6.4	(9.7)	13.7	6.0	1.5	0.3	2.1	1.7
Nippon Orient Lines Limited	USD	NOL SP Equity	1.20	0.05	(0.30)	(0.08)	0.09	23.4	(3.9)	(16.0)	12.9	1.0	1.0	1.1	1.1	3.2	(24.5)	(9.0)	7.2	6.0	-	0.1	1.0
平均值								1,298.7	(6.9)	0.6	13.1	0.9	1.0	1.0	0.9	3.3	(16.7)	(2.4)	11.3	4.5	2.0	2.4	2.7
中值								54.8	(5.2)	(1.0)	15.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	(15.1)	(4.1)	6.6	0.8	0.0	0.2	1.4

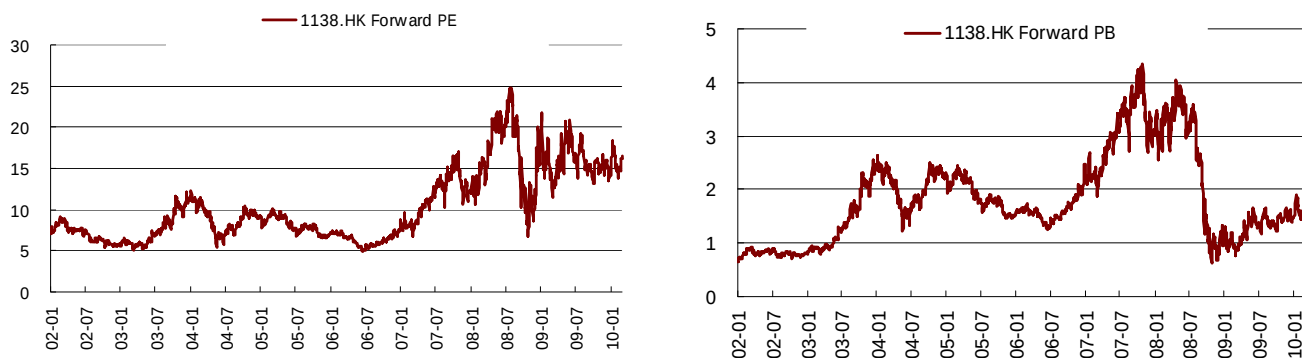
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 19: 中海发展 A 股 PE/PB Band



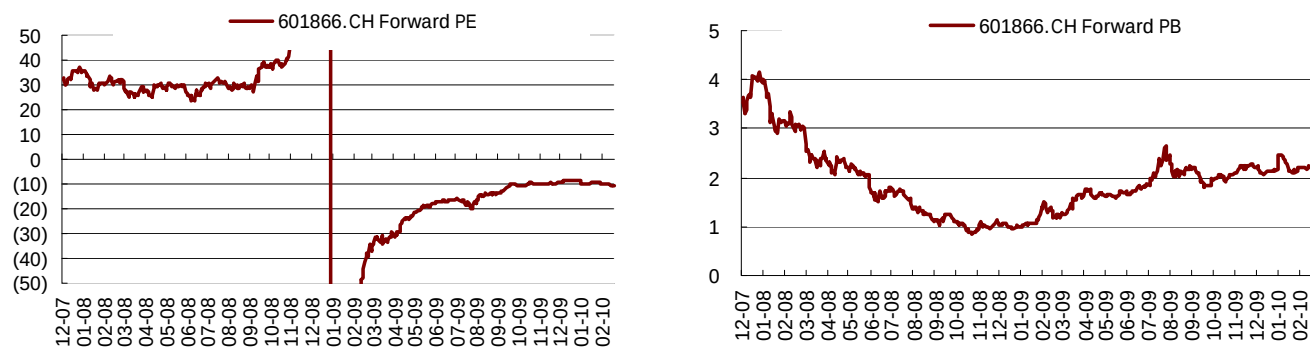
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 20：中海发展 H 股 PE/PB Band



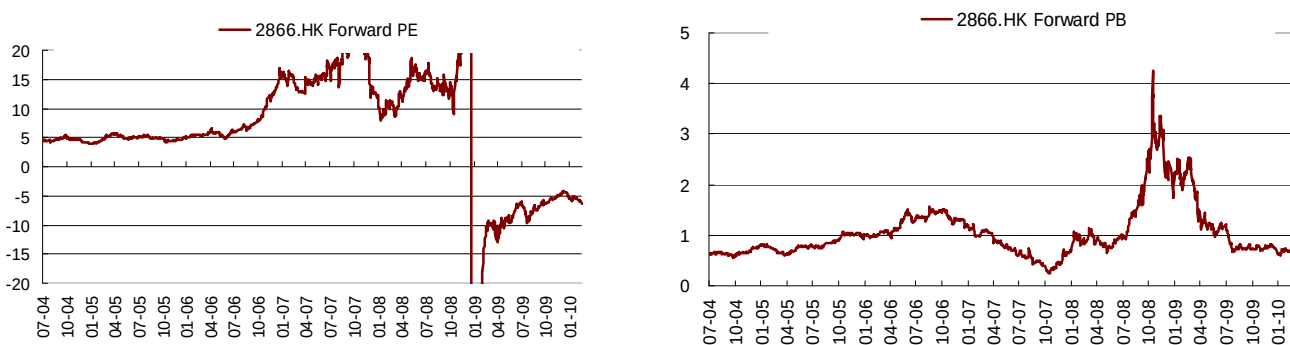
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 21：中海集运 A 股 PE/PB Band



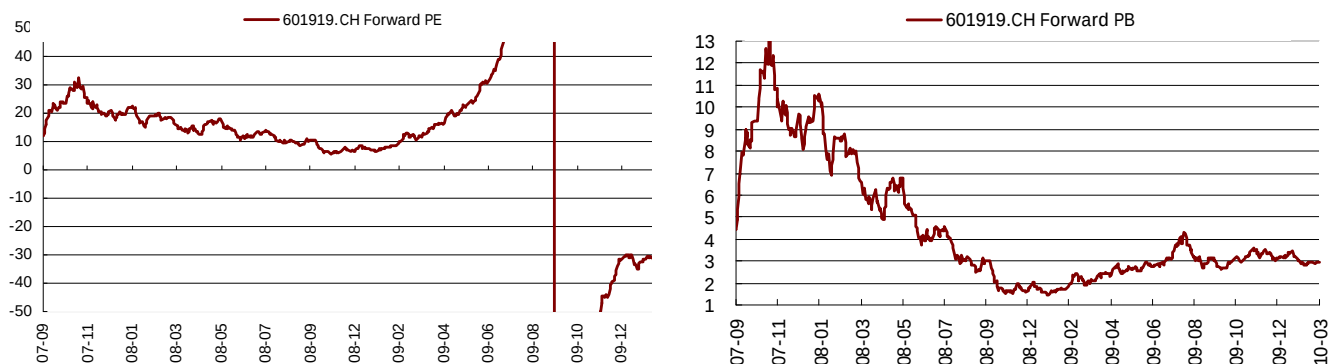
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 22：中海集运 H 股 PE/PB Band



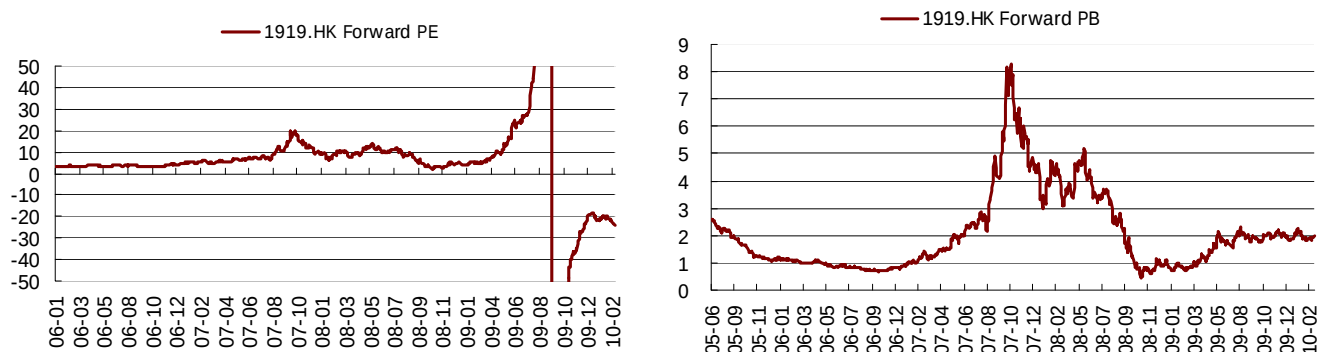
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 23: 中国远洋 A 股 PE/PB Band



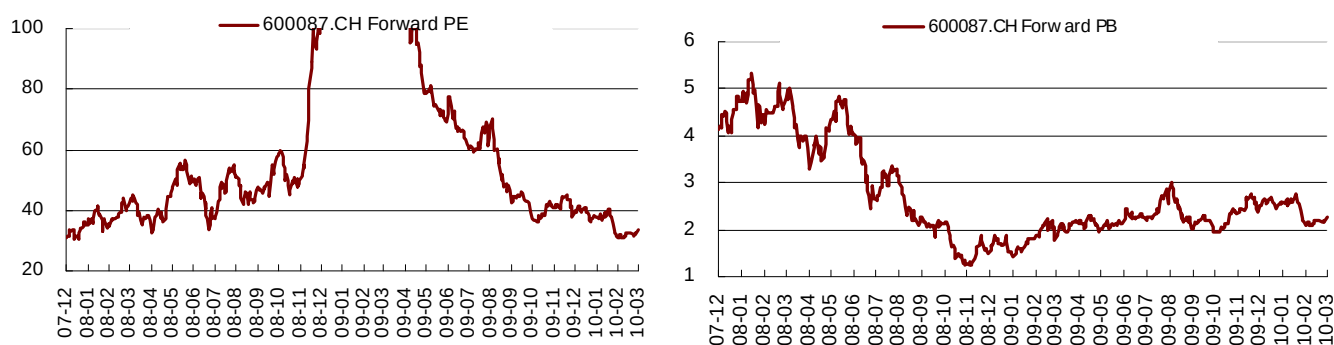
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 24: 中国远洋 H 股 PE/PB Band



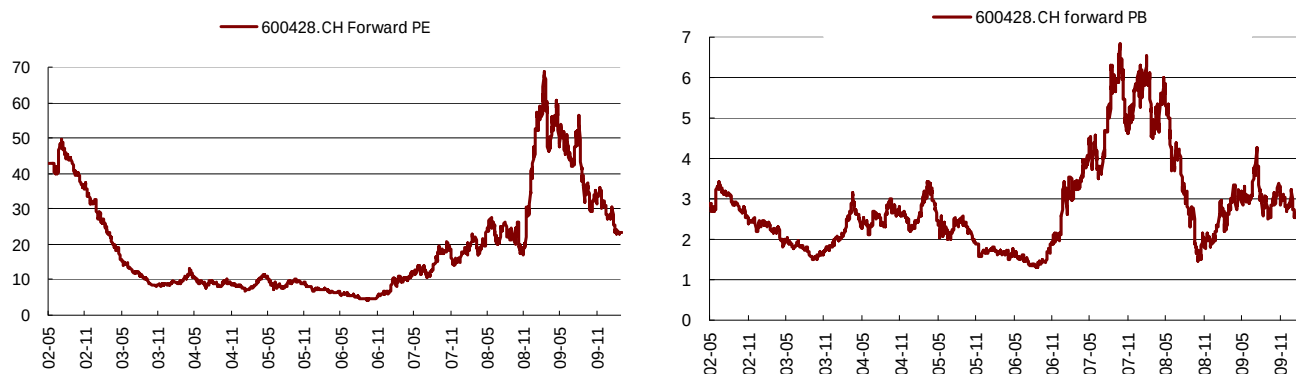
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 25: 长航油运 PE/PB Band



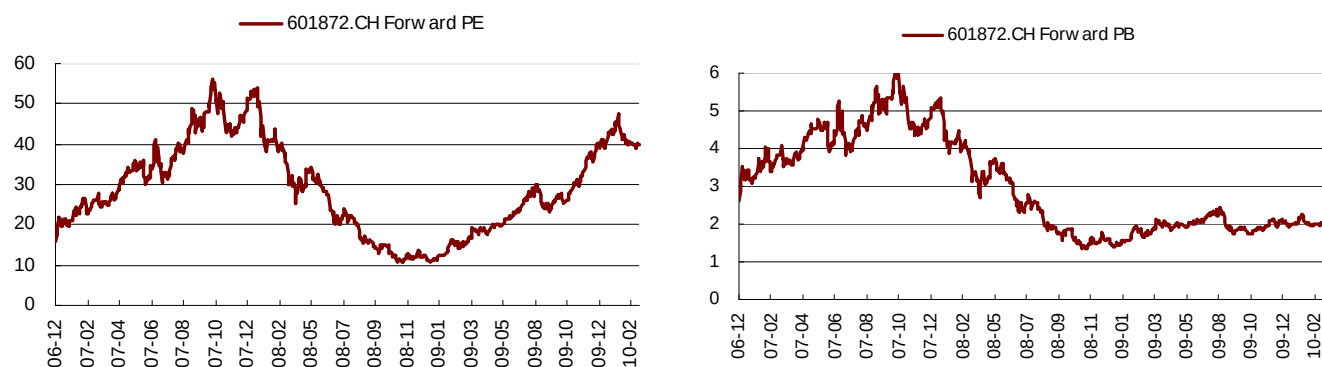
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 26：中远航运 PE/PB Band



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 27：招商轮船 PE/PB Band



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 28：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	8,937	12,351	14,192
(+/-)	9%	34%	38%	-49%	38%	15%
煤运收入	2,892	5,474	7,083	2,780	3,350	3,746
(+/-)	-7%	89%	29%	-61%	21%	12%
油运收入	5,439	5,003	6,078	5,073	7,482	8,190
(+/-)	16%	-8%	21%	-17%	47%	9%
减：营业成本	5,946	7,339	11,115	7,079	9,036	10,687
营业毛利	3,317	5,100	6,115	1,679	3,069	3,221
(+/-)	-2%	54%	20%	-73%	83%	5%
毛利率	35%	40%	35%	19%	25%	23%
减：管理费用	-184	-165	-257	-218	-223	-227
财务费用	-136	-195	-62	-56	-229	-381
营业利润	3,127	4,953	6,023	1,426	2,821	2,839
(+/-)	2%	58%	22%	-76%	98%	1%
加：投资收益	68	160	548	55	239	263
加：营业外收支	178	425	410	123	123	123
利润总额	3,306	5,378	6,433	1,549	2,944	2,962
(+/-)	4%	63%	20%	-76%	90%	1%
减：所得税	531	782	1,057	310	589	592
少数股东权益	3	-	3	1	1	1
净利润	2,771	4,596	5,373	1,238	2,354	2,368
(+/-)	2%	66%	17%	-77%	90%	1%
摊薄每股收益(元)	0.81	1.35	1.58	0.36	0.69	0.70
(+/-)	2%	66%	17%	-77%	90%	1%
资产负债表 (百万元)						
流动资产	2,312	2,420	3,141	960	2,973	2,631
总资产	16,950	23,607	29,928	32,962	39,831	43,682
流动负债	2,565	1,712	1,834	2,104	2,327	2,658
长期负债	1,830	5,725	6,546	9,092	13,830	15,430
总负债	4,395	7,438	8,380	11,196	16,157	18,088
净资产	12,556	16,072	21,354	21,571	23,477	25,396
负债及所有者权益	16,950	23,607	29,928	32,962	39,831	43,682
现金流量表 (百万元)						
经营活动现金流量净额	3,171	5,602	6,049	2,564	3,279	3,737
投资活动现金流量净额	-4,207	-6,967	-6,133	-5,843	-5,519	-5,095
自由现金流量	-1,036	-1,365	-84	-3,279	-2,240	-1,359
筹资活动现金流量净额	432	1,999	894	1,754	4,047	906
财务比率						
增长						
收入	9%	34%	38%	-49%	38%	15%
息税前利润	3%	58%	18%	-76%	106%	6%
税前利润	4%	63%	19%	-76%	90%	1%
净利润	2%	66%	17%	-77%	90%	1%
摊薄每股盈利	2%	66%	17%	-77%	90%	1%
利润率						
毛利率	37%	42%	37%	21%	27%	25%
息税前利润率	35%	41%	35%	17%	25%	23%
税前利润率	35%	42%	37%	17%	24%	21%
净利润率	29%	36%	31%	14%	19%	17%
资产周转比率						
总资产周转率	56%	54%	59%	27%	31%	32%
固定资产周转率	69%	64%	70%	29%	35%	36%
流动性比率						
现金比率	0.2	0.6	1.0	0.2	0.9	0.6
流动比率	0.9	1.4	1.7	0.5	1.3	1.0
杠杆比率						
净债务权益比率	22%	32%	22%	42%	51%	55%
资产负债率	26%	32%	29%	35%	41%	42%
息税前利润/净财务费用	24.0X	26.4X	97.6X	26.5X	13.3X	8.4X
杜邦分析						
净利润率	29%	36%	31%	14%	19%	17%
资产周转率	56%	54%	59%	27%	31%	32%
资产/股东权益	1.4	1.5	1.4	1.5	1.7	1.7
净资产回报率	22%	29%	25%	6%	10%	9%

资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 29：中海集运财务摘要

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
利润表 (人民币百万)							
营业收入	28,625	30,908	39,357	35,110	21,514	35,290	40,709
(+/-)	32%	8%	27%	-11%	-39%	64%	15%
营业毛利	4,907	1,901	5,207	1,169	-6,272	2,310	5,199
(+/-)	-10%	-61%	174%	-78%	-636%	-137%	125%
营业利润	3,987	894	3,900	104	-6,851	1,675	4,521
(+/-)	-13%	-78%	336%	-97%	-6694%	-124%	170%
利润总额	4,107	899	3,914	144	-6,801	1,724	4,571
(+/-)	-11%	-78%	335%	-96%	-4819%	-125%	165%
少数股东权益	2	6	4	25	-272	69	183
归属母公司所有者的损益	3,379	669	3,290	131	-6,461	1,483	3,702
(+/-)	-15%	-80%	392%	-96%	-5048%	-123%	150%
摊薄每股收益(元)	0.29	0.07	0.28	0.01	-0.55	0.13	0.32
(+/-)	-15%	-74%	281%	-96%	-5048%	-123%	150%
现金流量表 (人民币百万)							
经营活动现金流量净额	5,046	2,380	6,106	3,330	-4,220	2,967	5,601
投资活动现金流量净额	-5,139	-2,412	-5,171	-9,118	-2,290	-1,090	-4,990
自由现金流	-93	-32	935	-5,788	-6,510	1,877	611
筹资活动现金流量净额	-2,284	-420	12,378	1,117	-267	-741	-2,429
净现金流入(出)	-2,437	-511	13,348	-4,722	-6,879	1,034	-1,919
资产负债表 (人民币百万)							
货币资金	3,427	2,916	16,398	11,676	4,797	5,831	3,912
其他流动资产	4,124	4,515	6,545	3,701	2,515	3,689	4,129
流动资产	7,551	7,430	22,943	15,377	7,313	9,520	8,041
固定资产净值	16,907	20,238	24,114	26,710	32,517	32,744	35,827
其他非流动资产	3,870	3,034	5,974	8,211	2,963	2,145	2,220
非流动资产	20,777	23,272	30,089	34,922	35,480	34,889	38,048
总资产	28,328	30,702	53,032	50,299	42,793	44,409	46,088
流动负债	3,715	4,832	8,175	9,693	8,072	9,973	9,354
长期借款	5,107	5,615	4,367	4,232	5,182	3,448	1,963
长期负债	8,162	9,676	9,281	8,154	9,104	7,370	5,885
负债合计	11,876	14,508	17,457	17,847	17,176	17,343	15,239
少数股东权益	38	43	698	713	441	510	693
股东权益	16,414	16,151	34,878	31,738	25,175	26,556	30,156
股本	6,030	6,030	11,683	11,683	11,683	11,683	11,683
储备及其他	10,384	10,121	23,195	20,055	13,492	14,873	18,473
摊薄每股净资产	2.72	2.68	2.99	2.72	2.15	2.27	2.58
财务比率							
利润率							
毛利率	17%	6%	13%	3%	-29%	7%	13%
营业利润率	14%	3%	10%	0%	-32%	5%	11%
税前利润率	14%	3%	10%	0%	-32%	5%	11%
净利润率	12%	2%	8%	0%	-30%	4%	9%
流动性比率							
现金比率	0.9	0.6	2.0	1.2	0.6	0.6	0.4
流动比率	2.0	1.5	2.8	1.6	0.9	1.0	0.9
杠杆比率							
净债务权益比率	17%	27%	-24%	-3%	23%	16%	13%
资产负债率	42%	47%	33%	35%	40%	39%	33%
息税前利润/净财务费用	-8.7	-0.7	-5.1	0.8	105.0	-7.7	-22.3
杜邦分析							
净利润率	12%	2%	8%	0%	-30%	4%	9%
资产周转率	101%	101%	74%	70%	50%	79%	88%
资产/股东权益	1.7X	1.9X	1.5X	1.6X	1.7X	1.7X	1.5X
净资产回报率	21%	4%	9%	0%	-26%	6%	12%

资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 30: 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	55,314	68,773	73,827
(+/-)	54%	17%	-52%	24%	7%
干散货运输	53,385	71,611	26,537	27,265	27,575
(+/-)	94%	34%	-63%	3%	1%
集装箱航运及相关业务	40,969	39,081	24,062	36,420	40,754
(+/-)	17%	-5%	-38%	51%	12%
集装箱码头及相关业务	399	650	715	786	865
(+/-)	76%	63%	10%	10%	10%
集装箱租赁	1,952	1,853	1,760	1,813	1,868
(+/-)	-16%	-5%	-5%	3%	3%
物流业务	2,455	2,893	3,471	3,819	4,200
(+/-)	20%	18%	20%	10%	10%
营业毛利	25,029	27,510	-551	5,548	8,203
(+/-)	121%	10%	-102%	-1108%	48%
毛利率	26%	24%	-1%	8%	11%
干散货运输	19,922	23,207	1,974	1,217	1,524
(+/-)	175%	16%	-91%	-38%	25%
集装箱航运及相关业务	3,874	2,618	-4,858	1,956	4,115
(+/-)	16%	-32%	-286%	-140%	110%
集装箱码头及相关业务	206	317	349	347	381
(+/-)	85%	54%	10%	-1%	10%
集装箱租赁	935	993	874	900	928
(+/-)	-30%	6%	-12%	3%	3%
物流业务	1,023	1,291	1,549	1,674	1,841
(+/-)	25%	26%	20%	8%	10%
减: 管理费用	5,019	4,304	4,084	4,370	4,720
财务费用	1,239	656	670	1,381	1,348
加: 投资收益	4,038	2,638	-1,195	2,057	2,263
营业利润	24,388	19,605	-3,585	1,882	4,396
(+/-)	172%	-20%	-118%	-152%	134%
加: 营业外收支	1,179	-4,729	-504	754	754
利润总额	25,567	14,877	-4,088	2,636	5,150
(+/-)	143%	-42%	-127%	-164%	95%
减: 所得税	4,656	2,951	450	350	515
净利润	19,090	10,830	-5,288	1,476	3,761
(+/-)	152%	-43%	-149%	-128%	155%
净利润率	19%	9%	-10%	2%	5%
扣除非经常性损益后的净利润	4,284	15,664	-8,893	752	3,157
(+/-)	394%	266%	-157%	-108%	320%
少数股东权益	1,821	1,096	750	809	874
摊薄每股盈利	1.87	1.06	-0.52	0.14	0.37
(+/-)	108%	-43%	-149%	-128%	155%
摊薄每股净资产	4.40	5.10	4.29	4.44	4.78
(+/-)	26%	16%	-16%	3%	8%
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流量净额	22,910	23,378	-6,188	6,670	4,276
投资活动现金流量净额	-19,274	-20,836	-17,522	-8,812	-3,824
筹资活动现金流量净额	23,946	-7,442	4,039	-3,836	-3,734
净现金流入(出)	26,559	-6,076	-19,671	-5,978	-3,282
财务比率					
增长					
收入	54%	17%	-52%	24%	7%
营业利润	172%	-20%	-118%	-212%	76%
税前利润	143%	-42%	-127%	-164%	95%
净利润	152%	-43%	-149%	-128%	155%
摊薄每股盈利	108%	-43%	-149%	-128%	155%
利润率					
毛利率	26%	24%	-1%	8%	11%
营业利润率	25%	17%	-6%	5%	8%
税前利润率	26%	13%	-7%	4%	7%
净利润率	19%	9%	-10%	2%	5%
杠杆比率					
净债务权益比率	-40%	-11%	49%	55%	54%
资产负债率	53%	48%	52%	51%	48%
息税前利润/净财务费用	-18.0X	-28.9X	6.4X	-0.4X	-2.3X
杜邦分析					
净利润率	19%	9%	-10%	2%	5%
资产周转率	86%	98%	50%	60%	64%
资产/股东权益	2.5	2.2	2.5	2.5	2.4
净资产回报率	42%	21%	-12%	3%	8%

资料来源: 公司信息、中金公司研究部

图表 31：长航油运财务摘要

	2007备考	2008	2009	2010E	2011E
损益表(百万元)					
营业收入	2,587	3,192	3,359	4,740	5,810
(+/-)	15%	23%	5%	41%	23%
海上石油运输	2,095	2,682	2,866	4,212	5,248
(+/-)	14%	28%	7%	47%	25%
化学品运输	307	306	287	310	345
(+/-)	20%	0%	-6%	8%	11%
液化气运输	80	129	95	95	92
(+/-)	20%	61%	-27%	0%	-3%
沥青运输	99	47	81	90	87
(+/-)	20%	-53%	72%	11%	-3%
其它	5	28	31	34	38
(+/-)	5%	440%	11%	11%	11%
减：营业成本	1,799	2,463	3,072	3,821	4,724
(+/-)	17%	37%	25%	24%	24%
海上石油运输	1,390	1,983	2,627	3,379	4,247
(+/-)	17%	43%	33%	29%	26%
化学品运输	256	304	266	262	301
(+/-)	17%	19%	-12%	-2%	15%
液化气运输	60	103	79	76	73
(+/-)	17%	71%	-24%	-4%	-3%
沥青运输	87	59	89	91	88
(+/-)	17%	-32%	49%	2%	-3%
其它	6	13	10	13	15
(+/-)	0%	108%	-21%	25%	11%
毛利	760	687	240	853	1,005
(+/-)	12%	-10%	-65%	255%	18%
海上石油运输	705	700	239	832	1,001
(+/-)	9%	-1%	-66%	249%	20%
化学品运输	51	2	20	48	44
(+/-)	34%	-96%	821%	135%	-7%
液化气运输	20	26	16	19	18
(+/-)	28%	30%	-39%	20%	-3%
沥青运输	12	-12	-8	-1	-1
(+/-)	41%	-203%	-37%	-89%	-3%
其它	-1	14	20	21	23
(+/-)	-16%	-1253%	41%	4%	11%
减：销售费用	19	40	36	47	58
管理费用	107	103	93	96	101
财务费用	110	90	85	228	235
加：投资收益	5	6	-14	7	12
营业利润	533	458	12	489	623
(+/-)	36%	-14%	-97%	3936%	28%
加：营业外收支净额	265%	23401%	4326%	-408%	-408%
利润总额	536	692	55	485	619
(+/-)	42%	29%	-92%	775%	28%
减：所得税	157	106	51	86	110
减：少数股东权益	1	-10	0	5	6
归属母公司所有者的损益	378	596	4	393	503
(+/-)	45%	58%	-99%	9185%	28%
摊薄每股盈利	0.23	0.37	0.00	0.24	0.31
(+/-)	-19%	58%	-99%	9185%	28%

资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 32：中远航运财务摘要

	2006	2007	2008	2009 E	2010 E	2011 E
损益表 (百万元)						
营业收入	3,851	5,325	6,901	3,805	4,810	6,040
(+/-)	3%	38%	30%	-45%	26%	26%
多用途船	2,317	3,172	4,100	2,036	2,585	2,888
(+/-)	2%	37%	29%	-50%	27%	12%
杂货船	679	845	1,063	451	343	-
(+/-)	-20%	24%	26%	-58%	-24%	-100%
其他船型	854	1,308	1,738	1,319	1,882	3,152
(+/-)	38%	53%	33%	-24%	43%	68%
营业毛利	1,018	1,624	2,000	311	777	1,509
(+/-)	-14%	59%	23%	-84%	150%	94%
减：管理费用	-186	-202	-275	-212	-229	-252
财务费用	-34	-45	21	26	-34	-43
营业利润	784	1,357	1,736	89	481	1,168
(+/-)	-24%	73%	28%	-95%	439%	143%
利润总额	842	1,470	1,731	157	499	1,166
(+/-)	-19%	75%	18%	-91%	217%	134%
减：所得税	249	379	268	25	74	162
少数股东权益	10	17	14	2	5	12
净利润	583	1,074	1,448	130	420	993
(+/-)	-15%	84%	35%	-91%	222%	137%
摊薄每股盈利	0.44	0.82	1.11	0.10	0.32	0.76
(+/-)	-15%	84%	35%	-91%	222%	137%
现金流量表 (百万元)						
经营活动现金流量净额	742	1,305	1,727	-5	917	1,665
投资活动现金流量净额	-225	-729	-525	-1,685	-1,339	-1,455
筹资活动现金流量净额	-251	-387	609	-62	383	-241
净现金流入(出)	248	130	1,784	-1,752	-40	-30
资产负债表 (百万元)						
流动资产	1,289	1,457	3,189	1,292	1,296	1,319
总资产	4,188	5,004	7,125	6,688	7,611	8,479
流动负债	1,043	1,075	1,234	966	1,049	1,110
总负债	1,571	1,595	2,674	2,131	2,714	2,774
少数股东权益	54	71	85	87	92	103
净资产	2,617	3,409	4,451	4,557	4,898	5,705
负债及所有者权益	4,188	5,004	7,125	6,688	7,611	8,479
摊薄每股净资产	2.0	2.5	3.3	3.4	3.7	4.3
财务比率						
增长						
收入	3%	38%	30%	-45%	26%	26%
息税前利润	-22%	72%	22%	-96%	709%	136%
税前利润	-19%	75%	18%	-91%	217%	134%
净利润	-15%	84%	35%	-91%	222%	137%
摊薄每股盈利	-15%	84%	35%	-91%	222%	137%
利润率						
毛利率	26%	30%	29%	8%	16%	25%
息税前利润率	21%	26%	25%	2%	11%	20%
税前利润率	22%	28%	25%	4%	10%	19%
净利润率	15%	20%	21%	3%	9%	16%
资产周转比率						
总资产周转率	92%	106%	97%	57%	63%	71%
固定资产周转率	135%	152%	178%	71%	77%	85%
流动性比率						
现金比率	0.8	0.9	2.2	1.0	0.9	0.8
流动比率	1.2	1.4	2.6	1.3	1.2	1.2
杠杆比率						
净债务权益比率	-8%	-14%	-31%	8%	18%	16%
资产负债率	39%	33%	39%	33%	37%	34%
息税前利润/净财务费用	24.3X	30.9X	-81.1X	-2.5X	15.3X	28.1X
杜邦分析						
净利润率	15%	20%	21%	3%	9%	16%
资产周转率	92%	106%	97%	57%	63%	71%
资产/股东权益	1.6	1.5	1.6	1.5	1.6	1.5
净资产回报率	23%	32%	33%	3%	9%	18%

资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 33：招商轮船财务摘要

	2006 A	2007A	2008A	2009 E	2010 E	2011 E
财务数值（百万）						
损益表						
营业收入	2,448	2,421	3,211	1,947	3,076	3,402
(+/-)	-7.6%	-1.1%	32.6%	-39.4%	58.0%	10.6%
油轮运输收入	1,723	1,458	1,882	1,335	2,322	2,587
(+/-)	-1.5%	-15.4%	29.1%	-29.1%	73.9%	11.4%
散货船运输收入	667	919	1,301	583	725	784
(+/-)	-25.6%	37.7%	41.6%	-55.2%	24.3%	8.2%
营业毛利	1,115	1,065	1,706	555	892	837
(+/-)	-22.1%	-4.5%	60.2%	-67.4%	60.6%	-6.2%
油轮运输收入	778	529	858	296	560	526
主营业务利润率	45%	36%	46%	22%	24%	20%
(+/-)	-9%	-32%	62%	-65%	89%	-6%
散货船运输收入	331	530	847	270	342	280
主营业务利润率	50%	58%	65%	46%	47%	36%
(+/-)	-39%	60%	60%	-68%	27%	-18%
管理费用	-80	-81	-75	-77	-79	-82
财务费用	-50	-26	-39	-31	-76	-77
投资收益	-10	-14	-37	25	80	100
所得税	-76	-52	-153	-56	-91	-76
少数股东权益	-23	-33	-49	-18	-29	-24
净利润	883	848	1,233	449	737	610
(+/-)	-34%	-4%	45%	-64%	64%	-17%
每股盈利（元）	0.26	0.25	0.36	0.13	0.21	0.18
(+/-)	-34%	-4%	45%	-64%	64%	-17%
现金流量表						
经营活动现金流	1,392	1,222	2,054	771	1,136	976
投资活动现金流	-652	-3602	-1584	-1520	-1920	-600
融资活动现金流	2954	1763	472	-706	474	-811
资产负债表						
流动资产合计	4,941	4,489	5,256	3,759	3,550	3,146
货币资金	4,777	4,119	4,926	3,471	3,161	2,726
其他	164	370	330	288	389	419
固定资产合计	5,349	8,034	8,654	9,865	11,459	11,700
总资产	10,641	13,037	14,347	14,060	15,445	15,281
银行借款	1,595	3,472	4,189	3,758	4,346	3,677
长期负债	971	774	2,185	3,474	3,804	2,942
少数股东权益	132	111	151	169	198	222
股东权益合计	8,431	8,759	9,430	9,635	10,333	10,879
财务比率						
盈利性比率						
毛利率	46%	44%	53%	29%	29%	25%
EBITDA利润率	60%	59%	10%	49%	46%	35%
净利润率	36%	35%	38%	23%	24%	18%
资产周转比率						
总资产周转率	8%	7%	9%	3%	5%	4%
固定资产周转率	46%	30%	37%	20%	27%	29%
流动性比率						
现金比率	4.3	1.2	1.9	4.4	2.8	2.2
流动比率	4.5	1.3	2.0	4.8	3.2	2.5
杠杆比率						
净债务/股东权益	-38%	-7%	-8%	130%	230%	330%
息税前利润/净财务费用	20.6	35.8	34.8	16.1	11.8	9.7
杜邦分析						
净利润率	36%	35%	38%	23%	24%	18%
资产周转率	23%	19%	22%	14%	20%	22%
资产/股东权益	1.3	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4
净资产回报率	10%	10%	13%	5%	7%	6%

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

国贸写字楼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。