



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

观点聚焦
证券研究报告

2011年3月4日

航运&港口

研究部

杨鑫¹ CFA

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080208020077

yangxin@cicc.com.cn

聂迪中

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080210060007

niedz@cicc.com.cn

回调中布局周期向上和成长确定的个股 航运港口公司年报业绩预览和季报业绩预测

行业近况:

3月第2周将公布2月份的港口吞吐量和出口数据。第3周起各上市公司将陆续公布2010年年报。

评论:

年报业绩没有亮点, 2月港口吞吐量和出口数据将低于预期, 所以短期板块面临回调:

- **2月份出口和吞吐量数据不利于航运港口板块走势:** 2月份预计全国港口集装箱吞吐量同比增速将从1月的18%降为3%以内, 1-2月合计的箱量同比增速也降为11%左右。2月数据受到春节因素影响, 我们预计3月份数据将环比回升, 吞吐量同比增速达到10-15%, 但是2月份出口数据不佳将对相关股票形成一定压力。
- **航运港口公司年报业绩整体上不会超预期:** 航运和港口公司年报业绩基本符合运价和港口吞吐量走势。预计我们覆盖的航运公司整体净利润2010年同比增长166%; 四季度则环比下滑46%; 我们覆盖的港口公司整体净利润2010年同比增长30%; 四季度则环比下滑17%。

一季度业绩走势将显著分化, 我们建议在回调后选择大周期向上和业绩增长确定性强的个股:

- **中远航运的成长性在业绩中得以体现, 一季度预计与四季度持平:** 公司2010年四季度摊薄后每股收益达0.066元, 是航运公司中唯一一家在环比增长的公司。2011年干散货运价下跌回程货盈利下滑的背景下, 一季度公司每股收益仍有望达到0.06-0.07元, 环比去年四季度持平。强劲业绩的背后体现了公司的成长性。若一季度盈利能达1-1.1亿元(0.06-0.065/股), 全年盈利就有望达到4.9-5.3亿元(0.29-0.31元/股)。新船占比上升将使得公司从干散货的旧周期逐渐步入到中国大件设备出口的新周期。我们看好步入上升通道的新周期、以及公司业绩增长的确定性, 维持7-10元的交易区间建议。
- **中海集运和中国远洋一季度业绩将低于预期, 但集运大周期向上使得中海集运存在再次介入的机会:** 预计中国远洋2010年业绩仅0.50元, 第四季度亏损0.05元, 而2011年一季度亏损很可能继续扩大, 因此我们下调公司2011年业绩预测至0.30元。中海集运2010年业绩预计为0.33元, 而一季度大体盈亏平衡, 2月出口数据回落和市场对于3-4月集运运价的观望情绪将使得股价存在回调机会。基于集运行业大周期向上以及未来半年运价也将向上的判断仍维持推荐。尤其是H股目前中海集运估值仅为2011年1.0xPB, 略低于可比公司1.1倍的水平。
- **上港集团土地业务价值凸现:** 公司业绩快报显示全年营业外收入约有12.8亿元, 主要性质是与汇山地块的装修补贴以及老港区在世博会期间退出运营收到的部分财政补贴。作为成熟港口, 随着城市发展原本处于郊外的老港区逐步成为市区, 不再适合进行港口作业, 因此老港区土地转让将成为常态。“十二五”期间公司仅汇山和宝山地块就预计可贡献60亿元的净利润, 成为公司业绩增长的重要补充因素。我们认为目前公司16倍的市盈率仅反映港口业务的估值, 而并未反映土地储备的估值, 因此我们继续维持推荐评级。
- **中远太平洋一季度业绩将超预期:** 我们测算一季度业绩可能会有0.32港币: 码头、租箱、造箱约分别贡献0.13、0.08和0.11港币。我们一季度的业绩预测占市场全年业绩预测的31%, 超出市场预期。一季度造箱价格达到2950元/TEU, 高于去年下半年2650元的平均水平。中集集团海洋工程业务逐步发力, 也并未被市场充分反映。因此继续维持推荐和19元的目标价, 出口数据低于预期若带来股价回落将带来更好的介入机会。
- **招商局国际估值已回落至较低水平, 维持34-39元的交易区间(对应2011年16-18x):** 目前公司股价对应2011年市盈率为15.5倍, 低于其05年以来17倍平均市盈率。虽然公司现有码头的利润增速在短期内不如中远太平洋, 但是现金流充沛使得公司未来可能继续在海外码头投资、深西港区整合、冷链物流等方面加大投资。

估值与建议:

A股和H股的航运港口板块短期内较难有持续行情, 部分前期涨幅较大个股存在回调压力。我们A股继续维持上港集团(5.5元目标价)、中远航运(7-10元交易区间)、中海集运(6.0元目标价)三家公司的推荐评级; H股继续推荐中远太平洋(目标价19港币)、海丰国际(目标价6.33港币)、中海集运的逢低介入的机会(目标价4.5港币)。

¹ 报告贡献人: 夏雨(xiayu@cicc.com.cn)

航运港口公司 2010 年年报业绩基本符合预期，一季度业绩分化

航运公司来看：2010 年 CCFI 和 BDI 分别同比上升 28.5%和 6.1%，预计我们覆盖的航运公司整体净利润 2010 年同比增长 166%；单从四季度来看 CCFI 和 BDI 分别环比下滑 8.7%和 1.2%，航运公司的净利润则环比下滑 46%。

港口公司来看：2010 年中国沿海港口吞吐量同比上升大约 14%，预计我们覆盖的港口公司整体净利润 2010 年同比增长 30%；单从四季度来看中国沿海港口吞吐量环比微升 3%，港口公司的净利润则由于费用年底结算环比下滑 17%。

整体来看，我们认为板块业绩会大致符合市场预期。具体到个股，我们认为中国远洋年报和一季度业绩会低于市场预期；中海集运一季度业绩环比显著下滑至盈亏平衡；中远航运一季度业绩则有望环比持平或微增体现出较强的成长性。

图表 1：航运公司年报业绩预览

	评级	年报公布日 (当晚)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10E	1Q-3Q 09	1Q-3Q 10	2009	2010E	2011E
中国远洋															
净利润 (百万元)	审慎推荐	2011/03/29	(3,351)	(1,266)	(691)	(2,234)	882	2,644	2,112	(488)	(5,308)	5,638	(7,541)	5,150	3,097
摊薄每股收益 (元)			(0.33)	(0.12)	(0.07)	(0.22)	0.09	0.26	0.20	(0.05)	(0.52)	0.55	(0.74)	0.50	0.30
季度环比/年度同比			-62%	62%	45%	-223%	-139%	200%	-23%	-123%	n.a	205%	-170%	168%	-40%
中海集运															
净利润 (百万元)	推荐	2011/03/29	(1,213)	(2,205)	(1,936)	(1,135)	(193)	1,379	2,154	553	(5,354)	3,340	(6,489)	3,893	4,441
摊薄每股收益 (元)			(0.10)	(0.19)	(0.17)	(0.10)	(0.02)	0.12	0.18	0.05	(0.46)	0.29	(0.56)	0.33	0.38
季度环比/年度同比			-218%	-82%	12%	41%	83%	815%	-56%	-74%	n.a	162%	-5069%	160%	-14%
中远航运															
净利润 (百万元)	推荐	2011/04/18	89	6	6	35	53	93	91	112	136	324	136	349	487
摊薄每股收益 (元)			0.05	0.00	0.00	0.02	0.03	0.05	0.05	0.07	0.10	0.25	0.08	0.21	0.29
季度环比/年度同比			-65%	-93%	10%	444%	53%	75%	-2%	23%	#DIV/0!	139%	-91%	158%	40%
长航油运															
净利润 (百万元)	中性	2011/03/03	49	(29)	(18)	2	81	34	0	13	2	116	4	129	139
摊薄每股收益 (元)			0.03	(0.02)	(0.01)	0.00	0.05	0.02	0.00	0.01	0.00	0.07	0.00	0.08	0.09
季度环比/年度同比			-65%	-160%	39%	113%	3578%	-58%	-99%	4352%	n.a	5623%	-99%	2933%	8%
招商轮船															
净利润 (百万元)	中性	2011/04/19	191	30	138	(15)	224	218	107	68	358	549	343	617	571
摊薄每股收益 (元)			0.06	0.01	0.04	(0.00)	0.07	0.06	0.03	0.02	0.10	0.16	0.10	0.18	0.17
季度环比/年度同比			241%	-84%	359%	-111%	-1558%	-3%	-51%	-36%	n.a	53%	-72%	80%	-7%
海丰国际															
净利润 (百万元)	推荐	2011/03/10	9	12	12	51	37	27	27	27	20	88	32	115	153
摊薄每股收益 (美元)			0.004	0.004	0.005	0.010	0.014	0.010	0.010	0.010	0.01	0.02	0.012	0.044	0.059
季度环比/年度同比			n.a	0%	4%	121%	40%	-28%	-28%	-28%	n.a	175%	-8%	257%	33%

资料来源：公司信息 中金公司研究部

图表 2：H 股港口公司年报业绩预览

	评级	1H09	2H09	1H10	2H10	HoH	YoY	2009	2010E	2011E	09vs10 YoY	10vs11 YoY
招商局国际												
净利润 (港币百万元)	审慎推荐	1,728	1,510	1,929	2,252	17%	49%	3,238	4,181	5,276	29%	26%
摊薄每股收益 (港币元)		0.71	0.62	0.79	0.93	17%	49%	1.33	1.72	2.17	29%	26%
招商局国际												
经营性净利润 (港币百万元)	审慎推荐	1,146	1,819	1,929	2,252	17%	24%	2,965	4,181	5,276	41%	26%
摊薄每股收益 (港币元)		0.47	0.75	0.79	0.93	17%	24%	1.218	1.72	2.17	41%	26%
中远太平洋												
净利润 (美元百万元)	推荐	99	74	190	181	-5%	146%	173	371	429	115%	16%
完全摊薄每股收益 (美元)		0.037	0.027	0.070	0.067	-5%	146%	0.064	0.137	0.158	115%	16%
中远太平洋												
经营性净利润 (美元百万元)	推荐	89	80	107	178	66%	122%	169	286	429	69%	50%
完全摊薄每股收益 (美元)		0.033	0.030	0.040	0.066	66%	122%	0.062	0.105	0.158	69%	50%
大连港												
净利润 (人民币百万元)	中性	n.a	n.a	388	398	2%	n.a	727	786	859	8%	9%
摊薄每股收益 (人民币元)		n.a	n.a	0.09	0.09	2%	n.a	0.16	0.18	0.19	8%	9%

资料来源：公司信息 中金公司研究部

图表 3: A 股港口公司年报业绩预览

	评级	年报公布日 (当晚)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10E	2009	2010E	2011E
上港集团													
净利润 (百万元)			734	977	1,017	1,032	1,023	1,585	1,307	1,481	3,760	5,397	6,274
季度环比/年度同比				33%	4%	1%	-1%	55%	-18%	13%		44%	16%
摊薄每股收益 (元)	推荐	2011/03/29	0.035	0.047	0.048	0.049	0.049	0.076	0.062	0.071	0.18	0.26	0.28
季度环比/年度同比				33%	4%	1%	-1%	55%	-18%	13%		44%	7%
深赤湾													
净利润 (百万元)			93	106	123	96	131	178	171	126	419	606	708
季度环比/年度同比				14%	16%	-22%	37%	36%	-4%	-27%		45%	17%
摊薄每股收益 (元)	审慎推荐	2011/03/28	0.15	0.17	0.19	0.15	0.20	0.28	0.27	0.19	0.65	0.94	1.10
季度环比/年度同比				14%	15%	-21%	36%	36%	-4%	-27%		45%	17%
天津港													
净利润 (百万元)			115	230	145	153	157	282	203	196	644	833	997
季度环比/年度同比				99%	-37%	5%	3%	80%	-28%	-4%		29%	20%
摊薄每股收益 (元)	审慎推荐	2011/03/23	0.07	0.14	0.09	0.09	0.09	0.17	0.12	0.12	0.38	0.50	0.60
季度环比/年度同比				99%	-37%	5%	3%	80%	-28%	-4%		30%	20%
日照港													
净利润 (百万元)			55	103	94	92	104	127	92	102	344	426	584
季度环比/年度同比				88%	-9%	-2%	13%	23%	-27%	10%		24%	37%
摊薄每股收益 (元)	审慎推荐	2011/03/22	0.024	0.045	0.042	0.041	0.046	0.056	0.041	0.045	0.15	0.19	0.22
季度环比/年度同比				88%	-9%	-2%	13%	23%	-27%	10%		24%	17%
盐田港													
净利润 (百万元)			99	116	122	128	96	111	117	89	460	413	477
季度环比/年度同比				18%	5%	6%	-25%	16%	6%	-24%		-10%	15%
摊薄每股收益 (元)	中性	2011/04/27	0.08	0.09	0.10	0.10	0.08	0.09	0.09	0.07	0.37	0.33	0.38
季度环比/年度同比				18%	5%	6%	-25%	16%	6%	-24%		-10%	15%
连云港													
净利润 (百万元)			17	24	17	15	24	33	27	11	73	112	131
季度环比/年度同比				43%	-29%	-10%	54%	42%	-21%	-59%		53%	17%
摊薄每股收益 (元)	中性	2011/03/16	0.03	0.04	0.03	0.03	0.04	0.06	0.05	0.02	0.12	0.18	0.21
季度环比/年度同比				43%	-29%	-10%	54%	42%	-21%	-59%		53%	17%
大连港													
净利润 (百万元)			n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	727	786	859
季度环比/年度同比												8%	9%
摊薄每股收益 (元)	中性	2011/03/28	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	0.16	0.18	0.19
季度环比/年度同比												8%	9%
唐山港													
净利润 (百万元)			146	76	31		186	105	66		253	357	443
季度环比/年度同比					-59%				-37%			41%	24%
摊薄每股收益 (元)	中性	2011/03/14	0.15	0.08	0.03		0.19	0.11	0.07		0.25	0.36	0.44
季度环比/年度同比					-59%				-37%			41%	24%
宁波港													
净利润 (百万元)			789	535	495		1,105	533	631		1,819	2,252	2,585
季度环比/年度同比					-7%				18%			24%	15%
摊薄每股收益 (元)	中性	2011/04/21	0.06	0.04	0.04		0.09	0.04	0.05		0.14	0.18	0.20
季度环比/年度同比					-7%				18%			24%	15%
锦州港													
净利润 (百万元)			21	54	56	32	73	81	44	40	163	238	215
季度环比/年度同比				157%	5%	-42%	127%	10%	-46%	-7%		46%	-10%
摊薄每股收益 (元)	中性	2011/04/10	0.01	0.03	0.04	0.02	0.05	0.05	0.03	0.03	0.10	0.15	0.14
季度环比/年度同比				157%	5%	-42%	127%	10%	-46%	-7%		46%	-10%
营口港													
净利润 (百万元)			69	32	48	44	53	81	55	48	192	237	306
季度环比/年度同比				-53%	49%	-8%	20%	53%	-31%	-13%		23%	29%
摊薄每股收益 (元)	中性	2011/03/28	0.06	0.03	0.04	0.04	0.05	0.07	0.05	0.04	0.18	0.22	0.28
季度环比/年度同比				-53%	49%	-8%	20%	53%	-31%	-13%		23%	29%

资料来源：公司信息 中金公司研究部

中国远洋: 年报和一季度业绩将低于预期, 下调盈利预测

我们预计 2010 年中国远洋实现+0.50 元的每股收益, 其中四季度单季度出现-0.05 元的亏损。干散货业务是拖累业绩的主要因素, 预计全年该业务板块仅贡献+0.08 元的每股收益, 其中前三季度贡献+0.23 元的税后每股收益, 四季度出现-0.15 元的亏损。往后来看, 我们预计一季度干散货亏损可能扩大, 而集运可能盈亏平衡, 因此一季度公司整体亏损可能环比扩大。由于干散货运价低于预期, 我们将公司 2010/2011 年的每股收益分别从 0.60/0.58 元分别下调至 0.50/0.30 元。我们目前盈利预测的不确定性主要来自于干散货船亏损合同拨备, 我们认为管理层可能再次下调干散货亏损船合同的拨备点位, 从而为 2011 年拨备更多, 这将使得 2010 年业绩可能低于预期。

图表 4: 中国远洋分季度各业务板块业绩估测

元/股	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10E	2010E
干散货	0.09	0.13	0.01	-0.15	0.08
集运	-0.02	0.11	0.16	0.06	0.30
码头物流	0.02	0.02	0.04	0.04	0.12
合计	0.09	0.26	0.21	-0.05	0.50

资料来源: 公司信息, 中金公司研究部

中海集运: 一季度业绩也可能低于市场预期, 但行业周期仍然向上

我们预计中海集运 2010 年业绩为 0.33 元, 其中四季度 0.04 元, 而 2011 年一季度则可能盈亏平衡。我们目前基于美线运上涨 15%, 欧线运价下降 10%, 整体运量增长 10% 以及 WTI 为 95 点的基本假设, 预测 2011 年业绩可以达到 0.38 元。由于四五月份进行美线谈判, 而从季节性上来看三月份运价通常为全年低点, 因此若 3 月运价能触底反弹, 则当有利于美线谈判。所以当前阶段, 我们建议投资者密切关注运价走势。

图表 5: 中海集运业绩的弹性分析

	悲观情景	中性情景	乐观情景
运量增速	5%	10%	15%
美线运价年均增幅	-5%	15%	30%
欧线运价年均增幅	-20%	-10%	0%
WTI	105	95	85
净利润 (百万元)	-	4,441	9,488
每股收益 (元)	-	0.38	0.81

资料来源: 公司信息, 中金公司研究部

中远航运: 业绩体现成长, 从一个周期转入另一个周期

2010 年公司四个季度的业绩分别为 0.7、0.2、0.5 和 0.7 元, 是航运公司中唯一一家去年四季度环比增长的公司。

公司 1 月份预计实现 4000 万的净利润, 预计燃油成本上升、回程货量和运价下滑的不利因素可能导致 2-3 月份的利润水平稳中略降, 但即使这样一季度也可实现 1.0-1.1 亿元的净利润。

往后三个季度来看, 公司各季有效船艘数将分别增加 2.0、2.7 和 2.0 艘, 而每艘船单季度可贡献净利润 500-600 万元, 照此估算全年业绩达到 4.9-5.3 亿元, 同比增长幅度为 40%~52%。

由于一季度 BDI 处于两年以来最低点, 往后几个季度会小幅反弹, 这也意味着公司的回程货运价在二季度继续下探的幅度也非常有限。

我们之所以推荐中远航运, 是因为我们看好中国的大件设备出口。中国机械设备出口有可能像之前的德国和日本, 未来几年会处于大的上升周期, 而公司主要的亚非拉航线终端需求也将受益于当地城镇化率提升, 因此中远航运是这轮周期的最大受益者。新船占比提升带来的盈利增加将抵消旧船运价回落, 公司业绩逐年增长的概率很高。逐年增长, 受益于新的上升周期, 这是我们认为中远航运有别于其他航运公司之处。根据我们测算, 2013 年公司船队结构将调整完毕, 在所有船型达到历史中等偏上租金水平的前提下, 2014 年公司每股收益将超过 1.0 元, 对比 2010 年的每股收益累计增长 370%。

虽然我们推荐中远航运,但是我们认为逢低吸纳才是今年的投资策略,股价并不具体持续反弹的动力。我们看到目前的股价对应2011年市盈率大约是29倍,并不具备估值优势。而1-2月份公司股价上涨9%,跑赢大盘6个点的原因还是在于出口相关的板块整体上扬。随着2月份出口相关数据的回落,我们觉得低吸机会或即将到来。我们予以2010年7-10元的交易区间。

图表6: 我们对港口航运公司年报业绩预测和市场一致预期之间的差异

上港集团 600018.SH				深赤湾 000022.SZ				天津港 600717.SH			
	2010E	2011E	2012E		2010E	2011E	2012E		2010E	2011E	2012E
每股盈利(元)				每股盈利(元)				每股盈利(元)			
中金预测	0.26	0.28	0.35	中金预测	0.94	1.10	1.28	中金预测	0.50	0.60	0.72
市场一致预期	0.24	0.26	0.29	市场一致预期	0.93	1.05	1.15	市场一致预期	0.48	0.56	0.64
(+/-)	5.8%	6.9%	19.9%	(+/-)	0.8%	4.2%	10.7%	(+/-)	3.6%	6.3%	12.4%
中远太平洋 1199.HK				招商局国际 144.HK				大连港 2880.HK			
	2010E	2011E	2012E		2010E	2011E	2012E		2010E	2011E	2012E
每股盈利(美元)				每股盈利(港币)				每股盈利(元)			
中金预测	0.15	0.16	0.19	中金预测	1.72	2.17	2.53	中金预测	0.18	0.19	0.21
市场一致预期	0.14	0.13	0.15	市场一致预期	1.69	1.85	2.13	市场一致预期	0.19	0.21	0.24
(+/-)	6.2%	18.0%	23.7%	(+/-)	1.7%	16.9%	18.6%	(+/-)	-6.4%	-8.4%	-14.4%
中国远洋 601919.SH				中海集运 601866.SH				中远航运 600428.SH			
	2010E	2011E	2012E		2010E	2011E	2012E		2010E	2011E	2012E
每股盈利(元)				每股盈利(元)				每股盈利(元)			
中金预测	0.50	0.37	0.43	中金预测	0.33	0.38	0.40	中金预测	0.21	0.29	0.49
市场一致预期	0.65	0.69	0.81	市场一致预期	0.33	0.36	0.39	市场一致预期	0.25	0.39	0.55
(+/-)	-22.8%	-46.0%	-46.6%	(+/-)	0.2%	6.3%	3.8%	(+/-)	-15.7%	-26.2%	-10.8%

资料来源: 公司信息 中金公司研究部

图表7: 上市公司盈利预测调整汇总

日照港 600017.CH				营口港 600317.CH				锦州港 600190.CH				宁波港 601018.CH			
(人民币百万元)	2010E	2011E	2012E	(人民币百万元)	2010E	2011E	2012E	(人民币百万元)	2010E	2011E	2012E	(人民币百万元)	2010E	2011E	2012E
净利润				净利润				净利润				净利润			
调整前	348	441	603	调整前	245	316	430	调整前	250	235	246	调整前	2,292	2,635	2,885
调整后	348	426	584	调整后	237	306	417	调整后	238	215	218	调整后	2,252	2,588	2,829
(+/-)	0.0%	-3.5%	-3.1%	(+/-)	-3.4%	-3.3%	-3.0%	(+/-)	-4.8%	-8.5%	-11.6%	(+/-)	-1.8%	-1.8%	-1.9%
每股盈利(元)				每股盈利(元)				每股盈利(元)				每股盈利(元)			
调整前	0.23	0.19	0.23	调整前	0.22	0.29	0.39	调整前	0.16	0.15	0.16	调整前	0.18	0.21	0.23
调整后	0.23	0.19	0.22	调整后	0.22	0.28	0.38	调整后	0.15	0.14	0.14	调整后	0.18	0.20	0.22
(+/-)	0.0%	-3.5%	-3.1%	(+/-)	-3.4%	-3.3%	-3.0%	(+/-)	-4.8%	-8.5%	-11.6%	(+/-)	-1.8%	-1.8%	-1.9%
盐田港 000088.CH				中国远洋 601919.CH/1919.HK				长航油运 600087.CH				招商轮船 601872.CH			
(人民币百万元)	2010E	2011E	2012E	(人民币百万元)	2010E	2011E	2012E	(人民币百万元)	2010A	2011E	2012E	(人民币百万元)	2010E	2011E	2012E
净利润				净利润				净利润				净利润			
调整前	453	511	562	调整前	6,137	5,936	6,929	调整前	129	139	325	调整前	699	571	829
调整后	416	477	523	调整后	5,150	3,097	3,559	调整后	9	62	176	调整后	617	571	829
(+/-)	-8.2%	-6.7%	-6.9%	(+/-)	-16.1%	-47.8%	-48.6%	(+/-)	-93.1%	-55.1%	-45.8%	(+/-)	-11.7%	0.0%	0.0%
每股盈利(元)				每股盈利(元)				每股盈利(元)				每股盈利(元)			
调整前	0.36	0.41	0.45	调整前	0.60	0.58	0.68	调整前	0.08	0.09	0.20	调整前	0.20	0.17	0.24
调整后	0.33	0.38	0.42	调整后	0.50	0.30	0.35	调整后	0.01	0.04	0.11	调整后	0.18	0.17	0.24
(+/-)	-8.2%	-6.7%	-6.9%	(+/-)	-16.1%	-47.8%	-48.6%	(+/-)	-93.1%	-55.1%	-45.8%	(+/-)	-11.7%	0.0%	0.0%

资料来源: 公司信息 中金公司研究部

图表 8: 港口公司估值表

	代码	货币	股价	市值 (百万美元)	市盈率(X)				市净率(X)				净资产回报率 (%)				现金分红收益率 (%)				EV/EBITDA (X)		
					10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	
香港上市港口公司																							
中远太平洋*	1199.HK	HKD	14.60	5,099	16.3	11.9	10.0	1.5	1.6	1.6	1.4	6.3	12.5	13.3	14.4	1.6	3.2	3.4	4.0	15.8	9.1	9.5	
招商局国际*	144.HK	HKD	33.70	10,673	19.6	15.5	13.3	2.4	2.3	2.1	1.9	9.6	11.5	13.3	14.1	1.7	2.2	2.8	3.2	19.8	16.5	13.7	
大连港* (发行A股后)	2880.HK	HKD	3.15	2,516	15.3	13.3	12.5	1.6	0.9	0.8	0.8	8.1	5.8	6.1	6.2	8.7	2.1	2.3	2.5	11.4	9.5	8.3	
平均值					17.9	14.5	12.6	1.5	1.3	1.3	1.2	6.4	8.0	9.0	9.6	3.2	2.8	3.2	3.7	13.4	10.2	9.0	
中值					16.3	13.3	12.5	1.5	1.0	1.0	0.9	6.3	6.3	7.3	7.6	1.7	2.2	2.8	3.2	13.6	9.3	8.9	
国内集装箱港口公司																							
上港*	600018.CH	CNY	4.34	13,347	16.9	15.7	12.5	2.8	2.6	2.2	2.0	11.7	15.6	13.8	16.0	2.2	3.1	3.3	4.2	13.2	10.0	9.3	
盐田港*	000088.CH	CNY	6.92	1,262	20.7	18.1	16.5	2.1	2.0	1.9	1.8	11.5	9.8	10.6	11.2	3.2	2.9	3.3	3.6	n.a	n.a	n.a	
深赤湾A*	000022.CH	CNY	17.81	1,530	19.0	16.2	14.0	4.0	3.5	3.1	2.8	14.7	18.6	19.4	20.0	1.8	2.6	3.1	3.6	11.5	9.2	8.1	
平均值					18.8	16.7	14.3	3.0	2.7	2.4	2.2	12.6	14.7	14.6	15.7	2.4	2.9	3.2	3.8	12.3	9.6	8.7	
中值					19.0	16.2	14.0	2.8	2.6	2.2	2.0	11.7	15.6	13.8	16.0	2.2	2.9	3.3	3.6	12.3	9.6	8.7	
国内综合港口公司																							
天津港*	600717.CH	CNY	8.76	2,149	17.6	14.7	12.1	1.5	1.4	1.3	1.2	6.6	8.1	9.0	10.1	1.1	1.5	1.8	2.1	11.5	9.9	8.6	
宁波港*	601018.CH	CNY	3.53	6,620	19.9	17.3	15.9	3.1	1.9	1.7	1.6	12.6	9.4	10.0	10.1	2.3	1.5	1.7	1.9	15.1	12.5	10.3	
大连港*	601880.CH	CNY	4.06	2,414	22.9	20.9	19.7	1.9	1.3	1.3	1.2	7.6	5.8	6.1	6.2	6.2	1.4	1.6	1.7	14.4	12.8	11.9	
国内散杂货港口公司																							
日照港* (增发后)	600017.CH	CNY	4.27	1,417	26.6	19.4	16.4	2.2	2.0	1.6	1.5	7.8	8.8	8.5	9.2	0.0	1.3	1.5	1.8	n.a.	n.a.	n.a.	
营口港*	600317.CH	CNY	5.95	957	27.6	21.4	15.7	2.0	1.8	1.7	1.5	5.9	6.6	7.9	9.7	1.7	0.0	0.0	0.0	13.5	12.6	11.7	
锦州港*	600190.CH	CNY	4.75	1,042	31.2	34.5	34.1	2.1	2.0	1.9	1.8	4.6	6.3	5.5	5.3	0.5	0.8	0.7	0.7	17.8	13.9	12.5	
连云港*	601008.CH	CNY	6.45	508	32.4	28.6	25.7	2.0	1.9	1.9	1.8	4.3	6.0	6.5	6.8	0.5	0.7	0.8	0.9	19.5	14.6	13.5	
唐山港*	601000.CH	CNY	7.76	1,137	21.7	17.5	15.0	4.4	2.1	1.9	1.7	14.5	9.5	10.7	11.2	2.6	0.9	1.1	1.3	11.9	10.0	8.7	
厦门港务	000905.CH	CNY	7.96	619	33.2	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.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
平均值					25.3	21.9	19.3	2.5	1.9	1.7	1.6	8.0	7.8	8.3	8.9	1.2	1.0	1.1	1.2	14.9	12.3	10.9	
中值					26.6	19.4	15.9	2.1	1.9	1.7	1.6	6.6	8.1	8.5	9.7	1.1	0.9	1.1	1.3	14.3	12.6	11.0	
国内港口公司平均值																							
					27.3	20.7	16.5	2.6	2.1	1.9	1.8	9.4	9.9	10.2	11.0	1.6	1.5	1.7	2.0	14.2	11.6	10.3	
国内港口公司中值																							
					24.2	18.1	15.7	2.1	2.0	1.9	1.7	9.7	9.1	9.5	10.1	1.8	1.4	1.6	1.9	13.3	11.3	9.8	

注: *数据为中金预测, 其他为市场预测数据, 来自彭博资讯

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 9: A 股航运公司估值表

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 (%)			
					2008	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
国内A股公司																					
中远航运*	600428 CH Equity	推荐	8.37	1.11	0.08	0.21	0.29	0.49	104.4	40.5	29.1	17.1	3.3	3.1	2.7	2.4	3.2	7.7	9.2	13.9	
中海集运*	601866 CH Equity	推荐	4.83	0.01	(0.56)	0.33	0.38	0.40	(8.7)	14.7	12.8	12.1	2.2	1.9	1.7	1.5	(25.7)	13.2	13.2	12.3	
招商轮船*	601872 CH Equity	中性	4.44	0.36	0.10	0.18	0.17	0.24	44.4	24.7	26.7	18.4	1.6	1.5	1.4	1.3	3.6	6.2	5.4	7.3	
长航油运*	600087 CH Equity	中性	6.37	0.37	0.00	0.01	0.04	0.11	2,421.4	1,161.3	164.9	58.2	2.4	2.4	2.3	2.2	0.1	0.2	1.4	3.8	
中国远洋*	601919 CH Equity	审慎推荐	10.30	1.06	(0.74)	0.50	0.30	0.35	(14.0)	20.4	34.0	29.6	2.5	2.2	2.1	2.0	(17.6)	10.7	6.1	6.6	
宁波海运	600798 CH Equity	n.a	5.56	0.03	0.03	n.a	n.a	n.a	163.0	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	6.75	0.03	0.03	n.a	n.a	n.a	225.0	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	
长航凤凰	000520 CH Equity	n.a	5.38	(0.6)	(0.6)	0.05	n.a	n.a	(8.9)	107.6	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	
平均值									328.8	198.1	47.0	24.2	2.3	2.1	1.9	1.8	(5.2)	7.8	7.5	9.4	
中值									44.4	24.7	27.9	17.7	2.3	2.1	1.9	1.7	1.6	8.1	7.7	9.8	

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 10: H 股航运公司估值表

公司股票代码		评级	股价 (港币)	报表货币	每股收益				市盈率				市净率				净资产收益率			
					2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
港股航运公司																				
中国远洋	1919 HK Equity	ACCUMULATE	8.20	Rmb	(0.73)	0.50	0.30	0.35	(9.9)	14.0	22.2	19.3	1.8	1.5	1.4	1.3	(17.8)	10.9	6.2	6.6
中海集运	2866 HK Equity	Buy	3.32	Rmb	(0.56)	0.33	0.38	0.40	(5.3)	8.7	7.2	6.8	1.4	1.2	1.0	0.9	(25.7)	13.2	13.2	12.3
海丰国际	1308 HK Equity	Buy	5.01	USD	0.01	0.04	0.06	0.07	52.2	14.6	11.0	8.7	17.1	2.9	2.4	2.0	32.8	19.7	21.9	22.9
平均值					(0.2)	0.4	0.4	0.5	15.3	12.5	12.6	10.4	5.4	1.7	1.4	1.3	(1.4)	13.1	12.7	13.7
中值					(0.3)	0.4	0.3	0.4	9.3	13.4	10.5	7.7	1.6	1.4	1.2	1.1	(6.4)	12.1	11.4	12.6

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 11: 国际集运可比公司估值表

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			
				2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
CSCL*	CNY	2866 HK equity	3.32	(0.56)	0.33	0.38	0.40	(5.3)	8.7	7.2	6.8	1.4	1.2	1.0	0.9	(25.7)	13.2	13.2	12.3
OOCL	USD	316 HK equity	8.50	(0.64)	1.84	0.90	1.07	(13.2)	4.6	9.5	8.0	1.0	1.0	0.9	0.9	(9.7)	25.6	10.1	10.6
Yang Ming	TWD	2609 TT equity	25.80	(6.18)	4.45	3.20	3.37	(4.2)	5.8	8.1	7.7	2.1	1.5	1.3	1.3	(40.2)	30.3	14.9	12.9
Evergreen	TWD	2603 TT equity	27.05	(3.22)	3.98	3.20	3.63	(8.4)	6.8	8.5	7.4	1.5	1.2	1.1	1.1	(16.7)	19.0	12.1	10.6
Wan Hai	TWD	2615 TT equity	20.40	(0.77)	2.65	2.52	3.13	(26.5)	7.7	8.1	6.5	1.6	1.4	1.3	1.2	(6.1)	19.2	15.2	14.2
MISC Berhad	MYR	MISC MK Equity	7.76	0.18	0.39	0.47	0.51	43.8	19.7	16.6	15.2	1.6	1.4	1.3	1.4	3.1	7.3	8.7	9.3
RCL	THB	RCL TB Equity	10.10	(5.71)	0.20	1.11	2.39	(1.8)	51.0	9.1	4.2	0.7	0.6	0.5	0.5	(27.8)	2.3	7.7	11.4
NOL	USD	NOL SP Equity	1.37	(0.36)	0.14	0.15	0.19	(3.8)	9.5	9.2	7.1	1.2	1.1	1.0	0.9	(28.2)	11.6	10.9	12.7
SITC	USD	1308 HK equity	5.01	0.01	0.04	0.06	0.07	52.2	14.6	11.0	8.7	17.1	2.9	2.4	2.0	32.8	19.7	21.9	22.9
平均值								(2.4)	14.2	9.5	7.9	1.4	1.2	1.1	1.0	(18.9)	16.1	11.6	11.8
中值								(4.7)	8.2	8.8	7.3	1.4	1.2	1.1	1.0	(21.2)	16.1	11.5	11.9

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 12: 国际干散货可比公司估值表

国际可比干散货公司	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 (%)			
				2008	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
DIANA SHIPPING	DSX US Equity	n.a	12.28	2.97	1.55	1.59	1.51	1.23	7.9	7.7	8.1	2.4	0.9	0.9	0.8	0.2	13.7	11.8	10.0	7.1
EAGLE BULK SHIPP	EGLE US Equity	n.a	4.04	1.32	0.60	0.46	0.34	0.29	6.7	8.8	12.0	4.6	0.4	0.4	0.4	0.1	6.1	4.6	2.8	5.0
Genco Shipping	GNK US Equity	n.a	12.16	2.86	4.75	4.23	2.65	1.53	2.6	2.9	4.6	1.9	0.4	0.4	0.4	0.1	18.3	13.4	7.7	3.2
DRYSHIPS INC	DRYS US Equity	n.a	5.01	(8.11)	(0.19)	0.94	1.12	1.21	(26.4)	5.3	4.5	(7)	0.4	0.5	0.5	(0.8)	(1.6)	5.7	10.0	11.1
EXCEL MARITIME	EXM US Equity	n.a	4.91	(1.23)	5.03	0.46	0.45	0.16	1.0	n.a	11.0	(8)	0.2	0.2	0.2	(0.1)	27.0	9.3	3.0	(0.0)
KAWASAKI KISEN	9107 JP Equity	n.a	360.00	50.89	(106.24)	45.27	43.47	54.17	(3.4)	n.a	8.3	0.9	n.a	0.8	0.8	0.1	(21.4)	11.0	10.1	11.2
PRECIOUS SHIPPIN	PSL TB Equity	n.a	17.50	2.93	2.93	1.07	1.75	2.56	6.0	16.4	10.0	1.1	1.1	1.1	1.0	0.2	18.3	6.8	10.4	12.9
PACIFIC BASIN	2343 HK Equity	n.a	0.59	0.24	0.06	0.06	0.06	0.08	9.9	10.0	9.4	3.0	0.8	0.7	0.7	0.3	8.2	7.7	7.9	10.0
SINOTRANS SHIPPI	368 HK equity	n.a	0.34	0.09	0.03	0.03	0.03	0.04	12.7	11.1	10.1	2.1	0.7	0.7	0.6	0.1	5.3	6.1	6.5	7.0
平均值									1.9	8.9	8.7	0.2	0.6	0.6	0.6	0.0	8.2	8.5	7.6	7.5
中值									6.0	8.8	9.4	1.9	0.5	0.7	0.6	0.1	8.2	7.7	7.9	7.1

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 13: 国际油轮可比公司估值表

国际可比油轮公司	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 (%)			
				2008	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
TEEKAY SHIPPING	TK US Equity	n.a	34.5	1.77	1.77	(1.0)	1.26	1.46	19.5	(33.6)	27.4	1.2	1.3	1.2	1.3	0.1	6.0	(8.3)	3.3	5.8
FRONTLINE LTD	FRO US Equity	n.a	27.0	9.15	1.32	1.98	1.60	1.76	20.5	13.6	16.9	5.2	2.7	2.8	2.7	0.9	14.2	21.2	15.0	15.7
OVERSEAS SHIPPING	OSG US Equity	n.a	32.2	10.71	2.61	(2.9)	0.11	0.37	12.3	(11.1)	282.6	28.9	0.5	0.5	0.6	0.2	3.9	(5.6)	(1.1)	(1.3)
SHIP FINANCE	SFL US Equity	n.a	20.7	2.50	2.59	1.96	1.98	2.00	8.0	10.6	10.4	1.3	2.1	1.9	1.9	0.2	30.4	20.7	19.1	19.6
GENERAL MARITIME	GMR US Equity	n.a	2.7	0.76	(0.2)	(1.0)	(0.1)	0.35	(12.2)	(2.8)	n.a	n.a	0.5	0.4	0.5	0.2	(2.9)	(13.5)	(3.6)	3.1
TSAKOS ENERGY	TNP US Equity	n.a	9.5	5.40	0.78	(0.1)	0.62	1.79	12.2	(102.4)	15.4	3.0	0.4	0.4	0.4	0.2	3.2	2.7	3.2	6.3
TOP TANKERS INC	TOPS US Equity	n.a	0.9	1.01	(1.8)	0.22	0.19	(0.0)	(0.5)	4.2	4.8	(101.0)	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
KNIGHTSBIDGE TA	VLCCF US Equity	n.a	24.2	2.81	1.27	2.25	2.03	1.98	19.1	10.8	12.0	1.4	1.6	1.6	1.6	0.2	9.4	14.3	12.9	12.7
NORDIC AMER TANK	NAT US Equity	n.a	24.5	3.63	0.03	0.20	1.08	1.37	815.0	119.9	22.7	2.7	1.1	1.1	1.2	0.2	0.1	1.1	4.6	6.2
平均值									99.3	1.0	49.0	(7.2)	1.3	1.3	1.3	0.3	8.0	4.1	6.7	8.5
中值									12.3	4.2	16.1	2.0	1.2	1.2	1.3	0.2	4.9	1.9	3.9	6.2

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

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: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

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: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

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: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



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