

交通运输/航运

2009 年 10 月 8 日

公司研究

调研简报

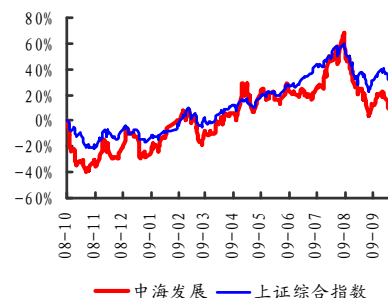
跟踪评级：短期-推荐，长期-A

4 季度业绩向好

核心观点

- 1、国内经济不振和进口煤下水量增加导致上半年沿海煤炭运输量大幅下降。上半年进口煤炭下水量超过 20%，远高于往年 5% 的比例，使本已受国内发电量下降拖累的沿海煤炭运输市场雪上加霜。公司上半年沿海煤炭运输周转量下降 37.4%，合同兑现率约 70%；而国际煤炭运输周转量上升 38.7%。预计 2010 年沿海总运力增 5%、沿海煤炭运量上升 2%-3%，公司将维持目前约 22% 的市场份额。由于铁路成本高于水运，铁路运输尚不足以对沿海煤炭运输市场造成冲击。预计 2010 年 COA 合同价不会低于 2009 年。
- 2、从今年 6 月 1 日起开始执行的与中石化签定的新补充协议在以下几方面作了调整：1、对 VLCC 航次货载、货量进行的重新安排，即一载货由 26 万吨调整至 26.5 万吨，运价以此进行计算；2、调整了保底封顶的条款。由原来保底点的 50 点调至 45 点，上限由 100 点调高至 190 点，最多补 10 点，最高折扣 30 点。差距拉开后，有 COA 协议保障，当市场出现很大波动时，船东更能取得好的效益。第三方面，除了中东、远东航线外，其他航线，如非洲航线等，在条件成熟的时，公司也将参与运输。本公司每增加一艘 VLCC，中石化承诺将提供 100-200 万吨的货载量。
- 3、中石化承担中国进口原油量的 70%，2009 年预计 4 家航运央企承运中石化进口油比例为 25-30%，预计到 2010 年市场份额可超过 40%，预计完成“国油国运”50% 份额的目标有困难。公司规划到 2015 年 VLCC 达到 16-18 艘，承运量占到中国进口量的 15%-20%。预计 2010 年 50% 船龄 20 年以上单壳单底船会退出，该部分运力目前占总运力 16-17%。亚洲国家中韩国执行最坚决，自 2011 年 1 月 1 日起禁止单壳船运营，中国、日本和新加坡还未确定单壳船推出时间表。

走势特征：



市场数据：

指标	数值
最新股价	11.18
年内最高	18.79
年内最低	8.14

注：此处采用前复权价格

相关报告：

研究员： 巩俊杰

电话：010-84183316

E-mail: gongjunjie@guodu.com

联系人：汪立

电话：010-84183136

E-mail: wangli@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

- 4、公司运力无闲置，但运营效率下降。新船略微减值，但由于老船均有增值，船舶总体价值不会减值。下半年 14 艘新增运力会如期交付，由于 VLCC、VLCC 均有保本合同，不会出现亏损。公司也有意向购买二手船或在建的弃单船，但没有具体的时间和目标。公司资产负债率低，同时有低成本融资渠道，2009 年 8 月 3 日发行 30 亿元中期票据，发行利率 3.9%，有利于降低财务费用。
- 5、进一步通过资本纽带深化与大货主合作。公司今年相继和首钢、中国石油国际实业有限公司成立合资公司，该行为是以往通过资本纽带加强与各大货主战略合作策略的延续，此前，公司已与上海宝钢、神华、国电、华能、上海电力、广东粤电及中石化等主要大客户建立了长期稳固的合作关系，并通过与大客户成立合营公司的策略战略性锁定客户资源。我们认为，公司大客户战略有利于公司巩固和扩大市场份额，并降低运价波动带来的经营风险。预计与大货主合作模式仍将不断复制。
- 6、盈利预测及投资评级。预测 2009 年-2010 年的每股收益预测为 0.4 元和 0.56 元，对应的动态市盈率分别为 28 倍和 20 倍，目前市净率为 1.8 倍。世界经济的不确定性和运力交付的压力使得 2010 年航运市场依然严峻，但由于公司具有煤运、油运、LNG 和一程铁矿石运输的平衡性业务结构，且长期合同和战略性客户居多，公司业绩的稳定性远好于其他航运 A 股上市公司，未来油运价格的上行有望成为股价上涨催化剂。维持“短期推荐、长期 A”的评级。

表 1：船队结构

船型	数量	载重吨（万）	平均船龄（年）
油轮	59	404	9.7
散货船	108	396	20.4
公司数	167	800	16.5
合营公司	31	132	15.9
合计	198	932	16.4

资料来源：公司公告

表 2：新船交付计划（公司）

	2009.6.30 (万载重吨)	2009 下半年	2010	2011	2012
油轮	404	5*VLCC	2*VLCC	3*Panamax	
		2*MR	4*Panamax		
		3*Panamax			
		183 万载重吨	92 万载重吨	23 万载重吨	
散货船	396	1*VLCC	3*VLCC	2*VLCC	1*VLCC
		3*Handy	6*Handy	8*Handy	3*Handy
				4*Panamax	4*Panamax
		40 万载重吨	103 万载重吨	258 万载重吨	203 万载重吨

资料来源：公司公告

表 3: 合营公司运力

	2009.6.30 (载重吨)	2009 下半年 (载重吨)	2010 (载重吨)
上海时代航运	1,034,949	增加 167,600	增加 441,600
珠海新世纪航运	197,303	增加 114,600	增加 114,600
上海友好航运	39,778	-	-
上海银桦航运	49,529	-	-

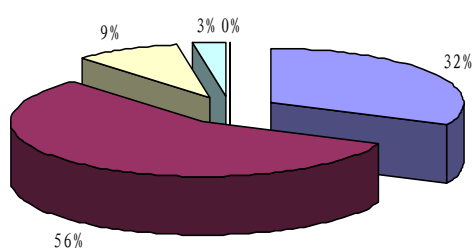
资料来源: 公司公告

表 4: 资本性开支

	1H2009	2H2009	2010F	2011F	2012F
资本性开支(人民币亿元)	22.1	45.8	63.6	59.3	23.1

资料来源: 公司公告

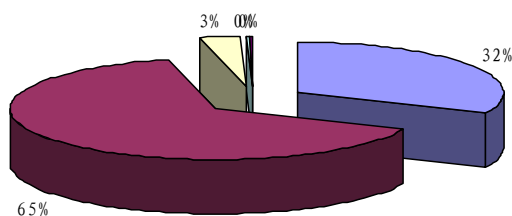
图 1: 2009 年上半年收入构成



■ 煤炭运输 ■ 油品运输 ■ 其他运输 ■ 船舶出租 ■ 其他收入

资料来源: 公司公告、国都证券研究所

图 2: 2009 年上半年毛利构成



■ 煤炭运输 ■ 油品运输 ■ 其他运输 ■ 船舶出租 ■ 其他收入

资料来源: 公司公告、国都证券研究所

表 5：与客户合资公司情况

被投资企业名称	主营货种	占注册资本比例%	投资伙伴及主要货主
上海时代航运有限公司	煤炭运输	50	华能集团
珠海新世纪航运有限公司	煤炭运输	50	神华集团
上海友好航运有限公司	煤炭运输	50	上海电力
上海银桦航运股份有限公司	煤炭运输		江阴苏龙发电有限公司
香港海宝航运有限公司	铁矿石运输	51	宝钢国际贸易有限公司

资料来源：公司公告，国都证券研究所

表 6：公司在建VL0C 投放计划

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
船型	1*23 万吨	3*23 万吨	4*23 万吨+3*30 万吨	5*30 万吨
合计（万吨）	23	69	182	150

资料来源：公司公告，国都证券研究所

国都证券投资评级

表 1: 国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2: 国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6 个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6 个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6 个月内，股价变动幅度介于± 5%之间
	减持	预计未来6 个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。