

[2009.06.02]

油轮运输：最坏的时候正在过去

油轮运输行业深度研究

孙丽萍

林园远

010-59312823

021-38676654

sunliping@gtjas.com

linyuan@gtjas.com

本报告导读：

- 2009年2季度面临最艰难时刻，随着夏季和冬季用油高峰到来，预计油轮运价探底回升的概率较大，建议配置油轮运输组合：长航油运、中海发展、招商轮船。首选长航油运公司。

投资要点：

- 近期看，二季度油轮运输价格见底可能性较大：

2009年是供需形势最为严峻的一年：09年全球经济放缓导致油轮需求大幅度下降，EIA最新预测2009年全球油品需求将下降170万桶/天，这相当于41艘VLCC一年的运力，再加上近60艘VLCC运力的投放，使油轮市场2009年供需形势尤其严峻。

2009年二季度或为最坏年度的最差时刻，夏季用油高峰即将到来，油轮运价可能反弹：二季度是油运市场的淡季，历史上VLCC运价多在4月见底，MR油轮则在4月或6月见底。除季节性因素外，二季度油轮市场还将遭遇储油油轮回归及运力投放较大的压力，预计二季度运价是一年中最为艰难的时刻，我们预计随着夏季用油高峰以及四季度冬季用油高峰到来以及全球经济企稳回升，远洋油轮运输市场景气将逐渐回升。

- 远景展望：2010-2011年油轮运输供需态势将好转，行业景气回升可能性较大：从供需形势判断，2009年油轮市场正在经历最艰难的时刻，2010-2011年预期全球经济回升将带来的需求回暖，而运力投放绝对数的减少，单壳油轮的拆解，使2010-2011年行业景气回升可能性较大。

- 估值比较：PB估值比较，三家油轮公司PB水平明显低于以散杂货业务为主的中国远洋和中远航运公司。与历史估值水平比较，三家油轮公司的绝对PB水平以及相对市场的PB水平基本处在历史相对低点。

- 行业最坏时刻正在过去，中长期观点建议增持油轮运输组合：我们正在经历着油轮运输市场最坏时期。以中长期眼光审视行业，预计行业10-11年复苏可能性较大。

周期性行业投资策略为周期底部买入，周期顶部卖出。建议配置长航油运、中海发展、招商轮船三家油运公司。长航油运90%利润来自油轮运输，油轮运价波动对其弹性最大，首选长航油运。

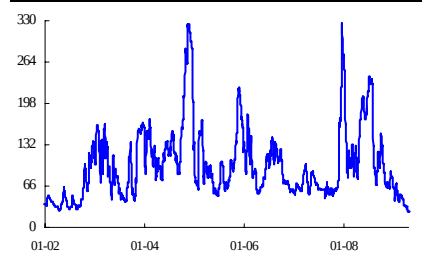
- 风险：美国及全球经济的不确定性是影响油运市场夏季运价是否反弹重要影响因素。但是就更长期来看，看到2010年，美国及全球经济的复苏应该是大概率事件。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

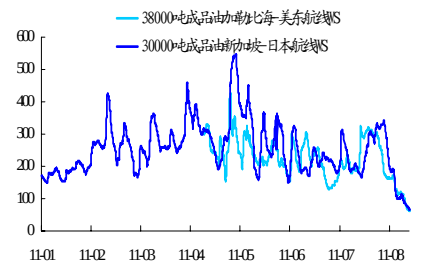
细分行业评级

水上运输业	中性
油轮运输业	增持
干散货运输业	中性
集装箱运输业	中性

中东-日本 WS 指数



MR 油轮 WS 指数



相关报告

航运业：乱花渐欲迷人眼

(09.04.14)

上海地区航运港口公司调研简报

(08.12.30)

航运业：供需失衡下的危机

(08.12.23)

目录

1. 最坏时期正在过去，推荐长航油运、中海发展、招商轮船	4
2. 二季度行业运价可能触底，短期有反弹可能性	4
2.1. 历史上看，二季度为运价低点	4
2.2. 二季度供需形势严峻，运价触底可能性较大	5
2.2.1. 需求：二季度油品需求为全年最低	5
2.2.2. 09 年度运力投放季度相对均衡	7
2.3. 油轮运价下跌空间有限，6 月油轮运价可能反弹	8
3. 2010-2011 年供需关系好转，行业景气回升可能性较大	9
3.1. 预期 2010 年全球经济复苏带来需求复苏	9
3.2. 运力投放：2010-2011 年运力有所减少	10
3.2.1. 名义运力投放 2010 年比 2009 年略有减少	10
3.2.2. 单壳油轮拆解减少市场运力	11
3.3. 2010-2011 年市场景气度回升可能性较大	13
4. 估值：具有一定安全边际	14
5. 推荐油轮运输组合：长航油运、招商轮船、中海发展	16

目录

图 1: 1991-2008 年月度 VLCC 船 WS 指数	5
图 2: 过去 7 年月度 MR 船 WS 指数	5
图 3: 2009 年全球油品季度需求预测	6
图 4: 美国原油进口量周数据 (单位: 千桶)	6
图 5: 4 月份中国进口原油增长 14%	7
图 6: 4 月份中国成品油进口增长 2.5%	7
图 7: 2009 年 VLCC 船型月度交付情况	8
图 8: 成品油轮 3-6 万载重吨交付数据	8
图 9: VLCC 船市场收益水平	8
图 10: MR 船收益水平	9
图 11: 预期全球经济 2010 年走出低谷	9
图 12: 2010 年全球油品需求将回升	10
图 13: 原油油轮月度交付数据	11
图 14: 成品油轮月度交付数据	11
图 15: 原油油轮运力拆解月度数据	13
图 16: 成品油轮运力拆解月度数据	13
图 17: 经济与期租水平的周期性	14
图 18: 长航油运绝对估值和相对市场估值水平	15
图 19: 招商轮船绝对估值和相对市场估值水平	15
图 20: 中海发展绝对估值与相对市场估值水平	15
表 1: 2009-2011 年不同船型的交付数据	10
表 2: 截止到 09 年 4 月单壳油轮构成情况	12
表 3: 2010-2011 运力投放增速	12
表 4: 油轮运输市场 FFA 数据	13
表 5: 主要航运股估值水平	14
表 6: 油轮运输公司的业绩预测与估值	16
表 7: 2008-2011 年复合增长率达 71.4%	16
表 8: 长航油运的油轮运力增长表	16
表 9: 2010 年长航油运业绩敏感性分析	17
表 10: 招商轮船的油轮运力增长表	17
表 11: 2010 年招商轮船业绩敏感性分析	17
表 12: 中海发展公司 2009-2012 年运力投放	18
表 13: 2010 年中海发展业绩的敏感性分析	18

1. 最坏时期正在过去，推荐长航油运、中海发展、招商轮船

行业趋势：最坏时候正在过去

长期看：从年度市场供需来看，2009 年全球经济大幅度放缓导致油品需求大幅度下降，而 2009 年市场运力面临投放最快的一年，供需态势导致 2009 年是将是行业景气最差的一年。我们预期 2010 年全球经济将逐渐复苏，油品需求将随着经济复苏而回升，预期单壳油轮将在 2009-2011 年逐渐退出市场，相比 2009 年，我们预期 2010-2011 年油轮市场供需态势将有所好转，油轮运价水平将逐渐提升。

短期看，我们以历史数据作统计，油轮市场运价存在明显的季节性，二季度是一年中相对淡季：冬季用油已经过去，而夏季用油还没有开始，原油和成品油运输 2009 年 2 季度，油轮市场将遭遇油品需求淡季、储油油轮回归及新建运力投放的三重压力，是最坏一年中最艰难的时刻，我们预计油轮运价三季度、四季度缓慢回升。

估值：航运公司属于周期性行业，估值水平随行业景气度变化呈现周期性变化，A 股航运股市净率水平变化区间在 1.3 倍到 10 倍之间。目前长航油运、中海发展、招商轮船 2 倍的市净率水平处于历史水平的相对低位；与其它航运公司比较，低于中国远洋、中远航运公司市净率水平；

周期性行业，应在行业最差时进行配置，由此，我们首推弹性较大的长航油运公司，其次是招商轮船。稳健型投资者建议买入中海发展。

2. 二季度行业运价可能触底，短期有反弹可能性

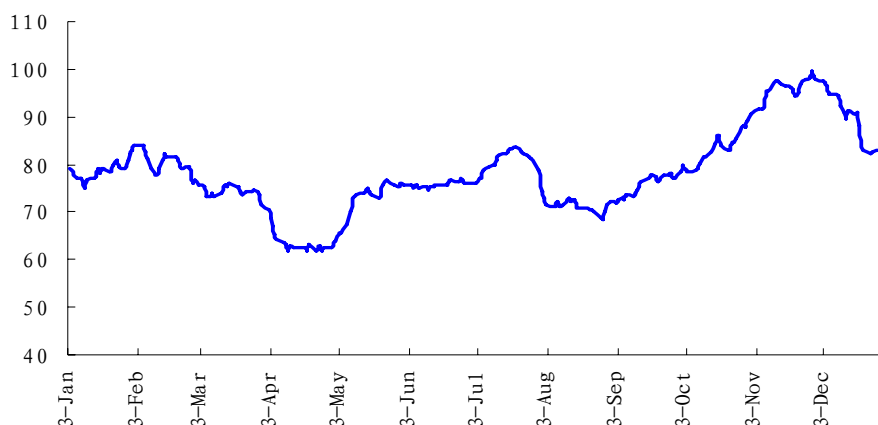
2.1. 历史上看，二季度为运价低点

根据以往的经验数据，油轮运价具有明显的季节性。一般呈“年初降，年末涨”类 U 型走势。这种季节性波动，在需求层面是因为 2 季度冬寒已过，夏热未至，用油需求低迷，在供给层面则因为远东一些炼油厂的年度检修，两者共同造成了交易量的下行，导致运价的低迷。6 月后，炎夏的到来会增加油品需求，此后随着北半球冬季的来临，4 季度乃至次年 1 季度的取暖用油需求增加，造成运力相对紧张，运价上升。

我们把 1991-2008 年 VLCC 船中东-日本航线 WS 指数叠加再做简单平均，从月度数据来看，4 月份 WS 指数在年度内是最低的，5 月份呈现环比运价上涨趋势。从季度来看，二季度整体处在年度内低点。

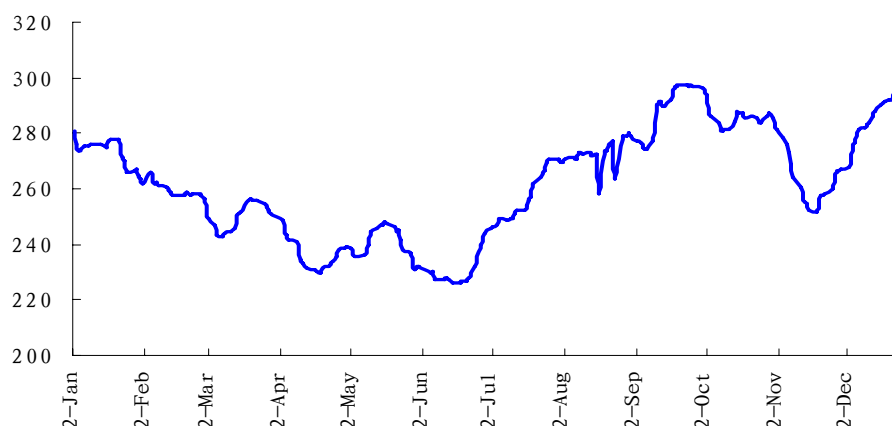
MR 型船我们处理了 2002-2008 年 7 年数据，运价大约最低在 6 月份，4 月份是次低月份，5 月份环比 4 月份表现为上涨趋势。

图 1: 1991-2008 年月度 VLCC 船 WS 指数



数据来源: CLARKSON, 国泰君安销售交易总部

图 2: 过去 7 年月度 MR 船 WS 指数



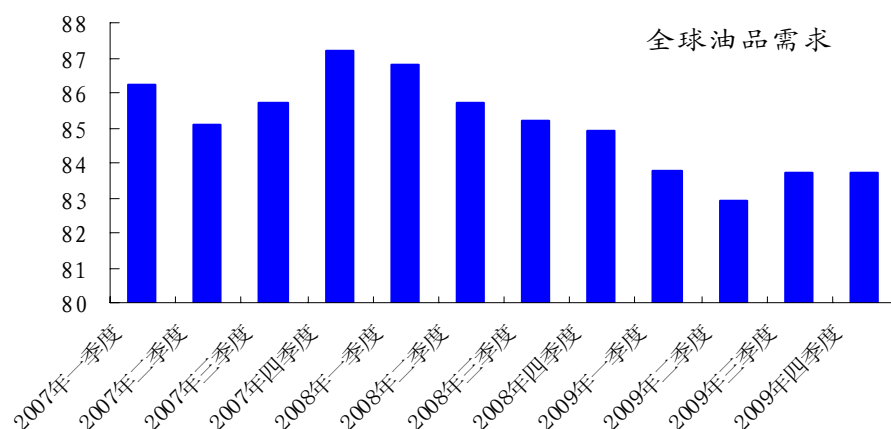
数据来源: CLARKSON, 国泰君安销售交易总部

2.2. 二季度供需形势严峻, 运价触底可能性较大

2.2.1. 需求: 二季度油品需求为全年最低

二季度需求为年内最少的一个季度: EIA4 月行业月报中, 继续下调 09 年全球油品需求至 8409 万桶/天, 同比下降 1.6%。二季度、三季度和四季度每日油品需求分别为 8312、8378 万桶。二季度油品需求为全年最少一个季度。

图 3：2009 年全球油品季度需求预测

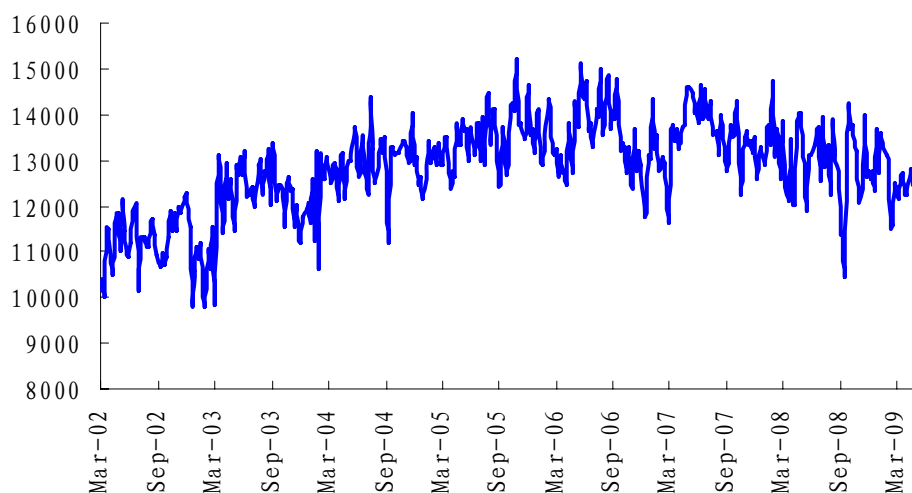


数据来源：IEA，国泰君安销售交易总部

美国是全球第一大油品消费国，油品消费量占全球消费量 25%，油品进口量占全球油品贸易量的 23%。因此，美国油品消费对全球油品运输市场起到非常重要作用。

受美国经济低迷影响，09 年以来美国油品消费量低迷导致油品进口量持续走低。美国 5 月油品进口量仍处在低位，截止到 5 月 15 日，美国日进口原油 1155 万桶，4 月份美国原油日平均进口量为 1245 万桶，环比下降 7%。4-5 月份是相对淡季，我们预期随着夏季逐渐到来，美国油品需求量以及进口量将逐渐回升。

图 4：美国原油进口量周数据 (单位：千桶)

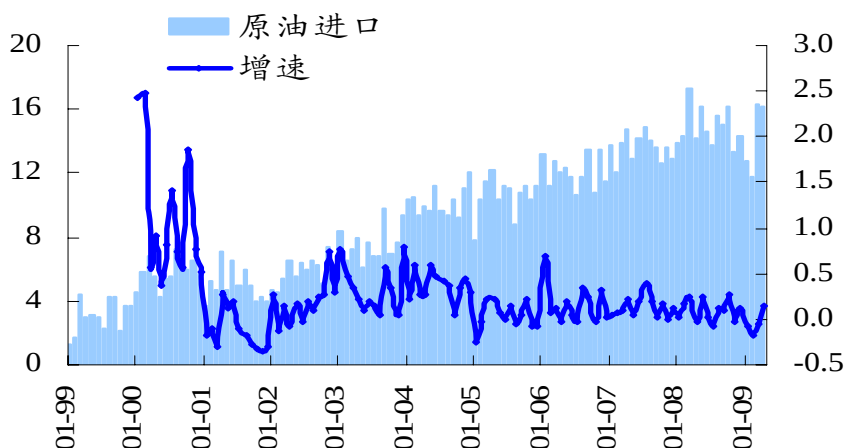


数据来源：EIA，国泰君安销售交易总部

中国是全球油品第二大消费国，是全球油品进口量第三大进口国，2008 年进口原油 1.79 亿吨。（全球油品进口量第二大进口国是日本）

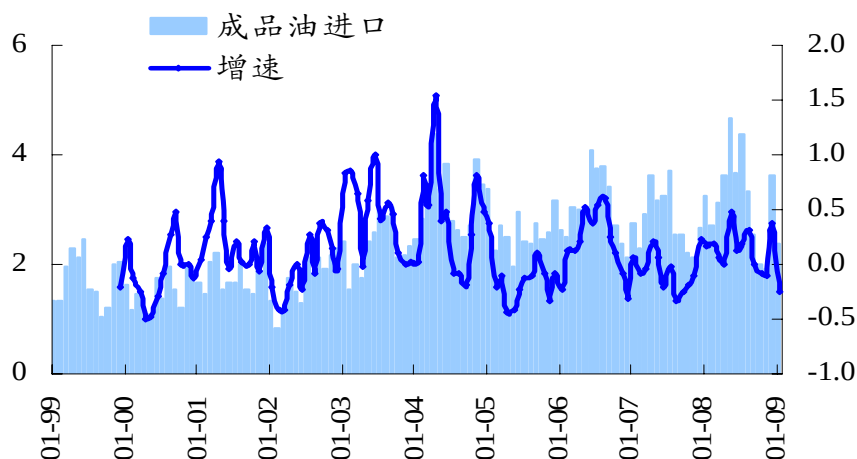
4 月份中国进口原油 1617 万吨，同比增长 14%，是 09 年内首次正增长。1-4 月中国进口原油 5706 万吨，同比下降 4.53%。随着国内经济逐步复苏，预计油品进口量逐渐回升。

图 5：4 月份中国进口原油增长 14%



数据来源：国泰君安销售交易总部

图 6：4 月份中国成品油进口增长 2.5%



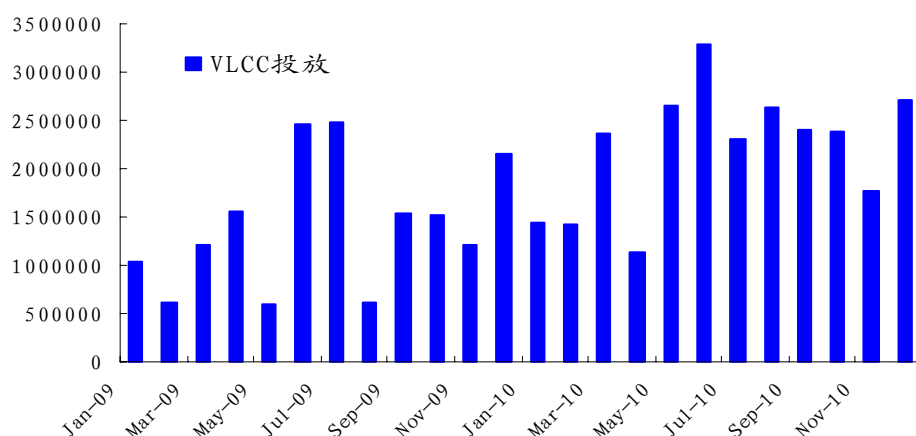
数据来源：国泰君安销售交易总部

2.2.2. 09 年度运力投放季度相对均衡

从供给上来看，二季度 VLCC 船与三、四季度相对均衡，3-6 万吨成品油轮三、四季度与二季度比有所减少。除了已经订购的船舶要进行交付以外，我们预计前期的储油船将有部分在二季度释放出来，增加市场中的运力投放。因此，二季度 VLCC 市场供需关系将是全年最为严峻的季度，我们判断二季度 VLCC 船运价见底可能性较大。

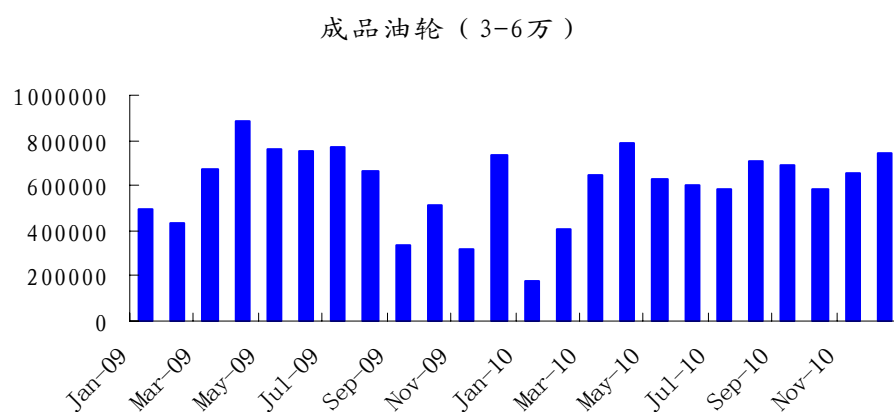
三季度、四季度油品需求预期环比增长。三、四季度运力投放并没有明显增加，预期三、四季度随着全球经济逐渐好转，运价可能会略好于二季度。

图 7：2009 年 VLCC 船型月度交付情况



数据来源：CLARKSON，国泰君安销售交易总部

图 8：成品油轮 3-6 万载重吨交付数据

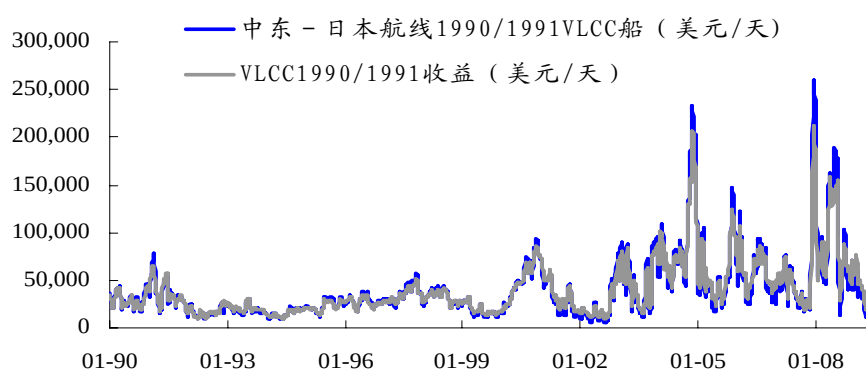


数据来源：CLARKSON，国泰君安销售交易总部

2.3. 油轮运价下跌空间有限，6 月油轮运价可能反弹

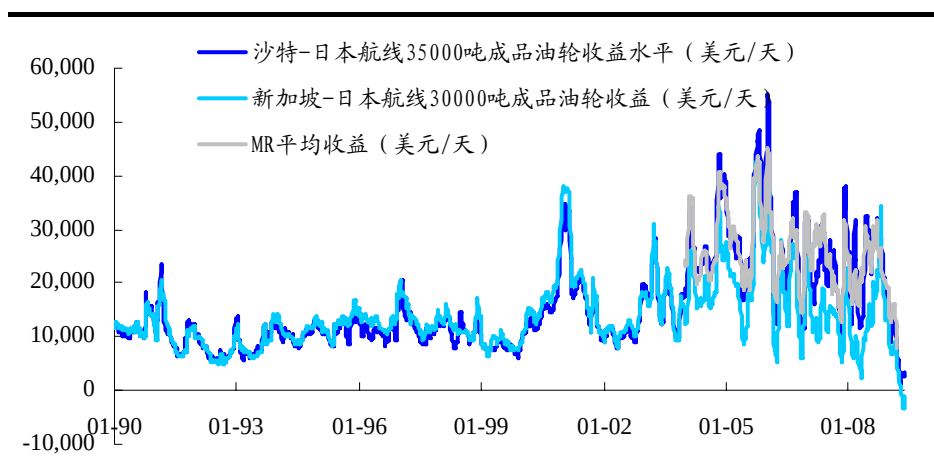
09 年以来受全球经济放缓导致的需求放缓以及运力投放集中影响，油轮运价及期租水平持续下跌。截止到 5 月 22 日，VLCC 船的期租水平为 18757 美元，年内平均为 43082 美元，同比下降 57%；MR 型船期租水平 9150 美元，年内平均为 12395 美元，同比下降 45%。

图 9：VLCC 船市场收益水平



数据来源: CLARKSONS, 国泰君安销售交易总部

图 10: MR 船收益水平



数据来源: CLARKSONS, 国泰君安销售交易总部

综合历史经验及市场目前状况, 我们判断油轮运价可能在 6 月反弹。一方面是目前运价水平已经距离盈亏平衡点较远, 从成本角度运价继续下跌的空间有限。VLCC 船期租盈亏平衡点大约在每日 34000 美元, 而市场上 VLCC 每日期租水平已经下降到 20000 美元左右; 另一方面 6 月将到夏季用油高峰, 预计 6 月份全球油品需求将有所回升, 这有可能推动运价的反弹。

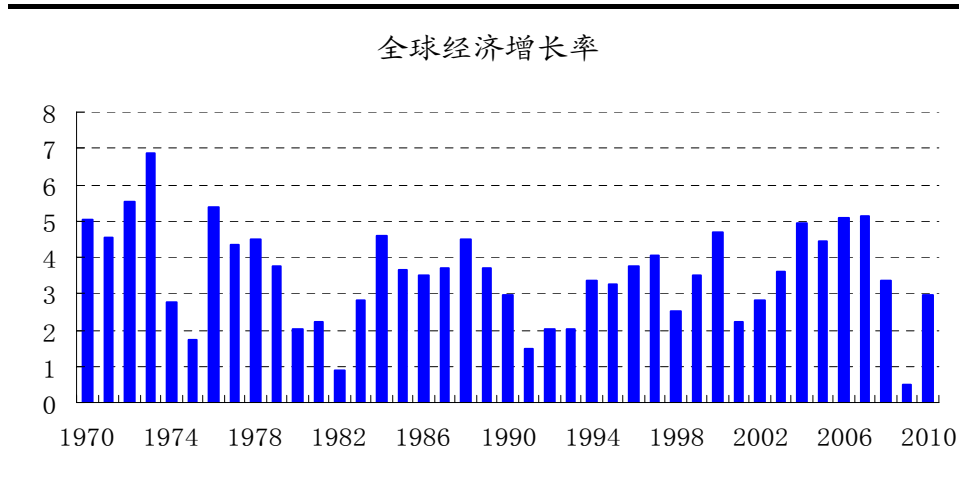
3. 2010-2011 年供需关系好转, 行业景气回升可能性较大

3.1. 预期 2010 年全球经济复苏带来需求复苏

经济影响全球油品需求, IMF 最新月报预测 09 年全球经济放缓到 0.5%, 2010 年回升到 3%。受经济放缓影响, EIA 4 月预测 2009 年全球油品每日需求 8367 万桶, 比 2008 年减少 177 万桶, 相当于 41 艘左右 VLCC 一年的运力 (按照 VLCC 一年 7.5 个航次计算)。

我们预计 2010 年经济将逐渐复苏, EIA 预计 10 年全球油品需求将比 09 年增长 72 万桶/天, 相当于 17 艘左右 VLCC 一年的运力, 需求矛盾将大为改观。

图 11: 预期全球经济 2010 年走出低谷



数据来源: IMF, 国泰君安销售交易总部

图 12: 2010 年全球油品需求将回升

需求 (百万桶/天)	2008				2009				2010				2008	2009	2010
	1st	2nd	3rd	4th	1st	2nd	3rd	4th	1st	2nd	3rd	4th			
OECD	48.7	47.1	46.5	47.7	46.8	44.7	45.2	46.7	46.6	44.6	45.1	46.7	47.5	45.8	45.8
US(50 States)	19.9	19.7	18.8	19.3	19.2	18.9	18.9	19.1	19.3	19.1	19.1	19.4	19.4	19	19.2
US Territories	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Canada	2.4	2.3	2.3	2.4	2.3	2.2	2.3	2.3	2.2	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3	2.2
Europe	15.2	14.9	15.4	15.4	14.8	14.2	14.5	14.9	14.6	14	14.3	14.8	15.2	14.6	14.4
Japan	5.4	4.6	4.3	4.9	5	4.2	4.3	4.7	4.9	4.1	4.2	4.6	4.8	4.6	4.5
Other OECD	5.6	5.4	5.3	5.5	5.3	5	5	5.4	5.3	5	5	5.4	5.4	5.2	5.2
Non-OECD	37.7	38.1	38.3	38.6	37.9	38.4	38.5	38.9	38.8	39.3	39.5	39.9	38.2	38.4	39.4
Former Soviet Union	4.4	4.3	4.3	4.4	4.4	4.3	4.3	4.4	4.4	4.3	4.3	4.4	4.3	4.3	4.3
Europe	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
China	7.7	8	8.1	8.2	7.9	8.2	8.2	8.4	8.2	8.4	8.5	8.6	8	8.2	8.4
Other Asia	9.2	9.3	9.1	9.4	9.1	9.2	9.1	9.3	9.2	9.3	9.1	9.4	9.2	9.2	9.2
Other Non-OECD	15.6	15.8	16	15.9	15.7	16	16.2	16.1	16.3	16.6	16.8	16.7	15.8	16	16.6
Total World Consumption	86.5	86.07	85.13	84.09	83.07	82.68	83.89	85.02	84.27	83.46	84.37	85.47	85.44	83.67	84.39

数据来源: EIA4 月月报, 国泰君安销售交易总部

3.2. 运力投放: 2010-2011 年运力有所减少

3.2.1. 名义运力投放 2010 年比 2009 年略有减少

截止到 4 月, 油轮运输市场总运力为 4.13 亿载重吨, 手持定单 1.64 亿载重吨, 占市场运力 40% 比重。投放时间为 2009-2011 年, 运力投放最集中的时间为 2009 年。2009 年预计名义运力投放为 5730 万载重吨, 而 2004-2008 年年运力投放在 2800-4000 万载重吨之间。2010-2011 年名义运力投放有所减少, 2010-2011 年每年油轮运力投放分别为 5290 万载重吨和 4970 万载重吨。

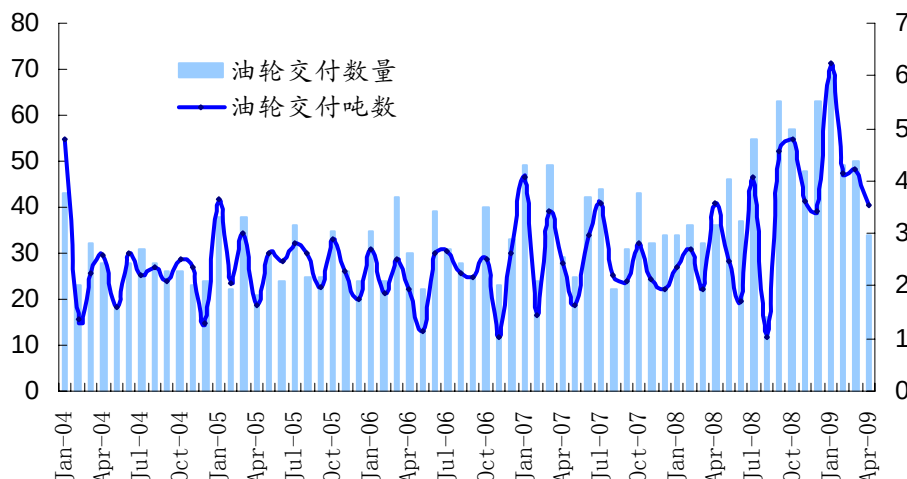
表 1: 2009-2011 年不同船型的交付数据

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
VLCC>200,000	8.9	9.3	5.8	9	11.3	19.2	21.1	26.7
Suezmax 120-200,000	4.2	4	4.1	4	3.3	9.5	7.6	8.2
Aframax 80-120,000	5.6	7	5.5	6.2	8.2	9.7	9.6	4.8
Panamax 60-80,000	2.7	3.2	3.2	3.1	3	3.6	1.8	3
Products 10-60,000	4.7	3.7	4.3	4.7	7.7	7.3	6.2	3
Chemical 10-60,000	1.8	2.4	3.1	3.6	5.6	7	7.5	3
Tankers>10,000	28	29.8	26	30.7	39.2	57.3	51.9	49.7
Tankers<10,000	0.4	0.5	0.4	0.6	1.9	1.2	0.8	0.4

数据来源: CLARKSON, 国泰君安销售交易总部

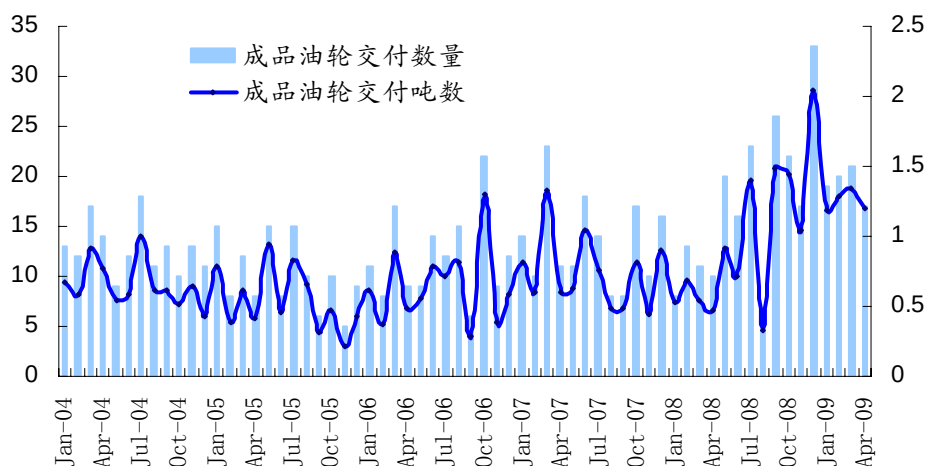
1-4 月共交付原油油轮 202 艘船，总计 1800 万载重吨，同比增长 72%；成品油轮 77 艘，502 万载重吨，同比增长 124%。计划 2009 年油轮市场交付 5730 万载重吨，1-4 月已经交付的船舶占年度计划的 40%。油轮市场运力交付与计划基本吻合。2009 年将是市场运力最为集中投放的一年。

图 13：原油油轮月度交付数据



数据来源：CLARKSONS，国泰君安销售交易总部

图 14：成品油轮月度交付数据



数据来源：CLARKSONS，国泰君安销售交易总部

3.2.2. 单壳油轮拆解减少市场运力

截止到 4 月份，单壳油轮运力为 7340 万载重吨，占市场运力比重为 17%。假设有 4000 万吨左右单壳油轮将严格执行国际海事组织的规定在 2011 年前撤出市场，则市场运力投放增速将在 2010-2011 年有明显的放缓。单壳油轮构成中，VLCC 船有 3300 万载重吨，大约占单壳船的 45% 左右。

表 2: 截止到 09 年 4 月单壳油轮构成情况

	油轮合计		单壳油轮		占比重	
	船队数目	载重吨(百万吨)	船队数目	载重吨(百万吨)	船队数目	载重吨(百万吨)
小于 10000	2163	11.3	1044	4.7	48.3%	41.6%
10000-60000	2927	91.6	627	17.6	21.4%	19.2%
巴拿马型油轮	374	26.4	54	3.5	14.4%	13.3%
阿芙拉油轮	793	82.4	86	8.1	10.8%	9.8%
苏伊士油轮	366	55.7	44	6.5	12.0%	11.7%
VLCC	527	156.7	121	33.0	23.0%	21.1%
合计	7150	424.1	1976	73.4	27.6%	17.3%

数据来源: CLARKSON, 国泰君安销售交易总部

表 3: 2010-2011 运力投放增速

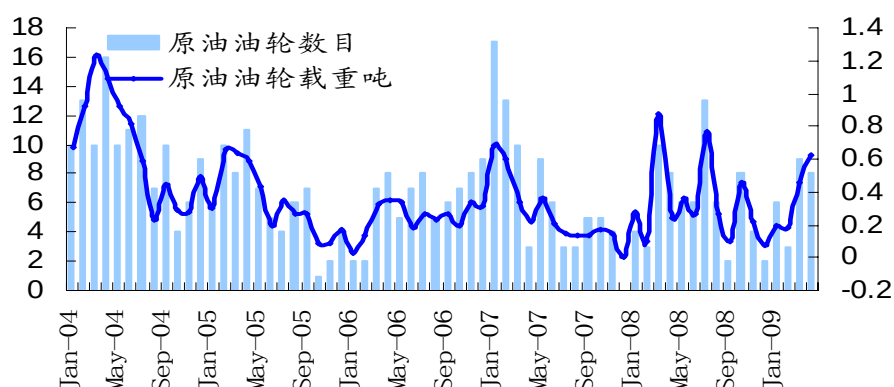
单位: 百万载重吨	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
交付	28	29.8	26	30.7	36.1	57.1	51.9
拆解	8	4	3	3	4	9.7	43.1
其它方式增加		0.2		0.9			
其它方式减少	3.6	2.8	3.1	6.1	10.7	2.2	
合计	320.2	343.4	363.3	385.6	407.2	452.6	461.5
增速	5.40%	7.20%	5.80%	6.10%	5.60%	11.10%	2%

数据来源: CLARKSON, 国泰君安销售交易总部

1-4 月份原油油轮运力拆解了 26 艘船, 145 万载重吨, 同比基本持平; 成品油轮拆解了 12 艘船, 37 万载重吨, 同比基本持平。

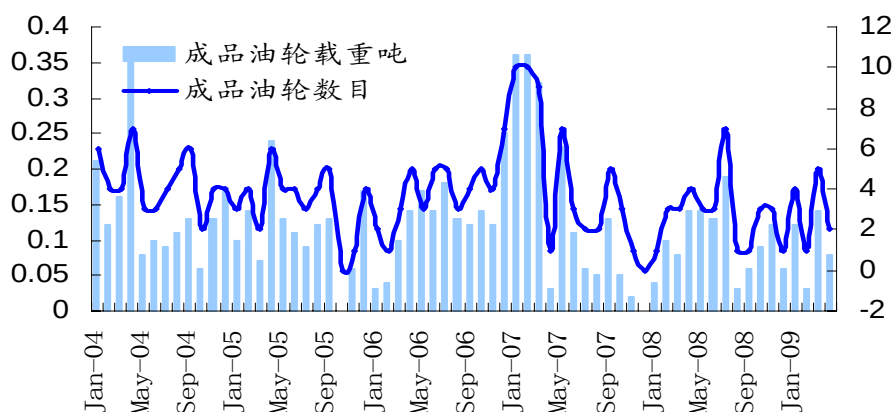
从月度数据来看, 原油油轮 4 月份拆解了两艘船, 62 万吨, 拆解的载重吨明显上升, 这可能与 4 月油轮运价处在低位有关系。5 月份以来油轮运价仍在低位徘徊, 我们预计二季度油轮运价将处在低位, 预计油轮拆解量在 5-6 月份可能会继续增加。

图 15: 原油油轮运力拆解月度数据



数据来源: CLARKSON, 国泰君安销售交易总部

图 16: 成品油轮运力拆解月度数据



数据来源: CLARKSON, 国泰君安销售交易总部

3.3. 2010-2011 年市场景气度回升可能性较大

从供需形势判断, 2009 年油轮市场面临最差的市场环境: 经济危机导致需求放缓, 运力面临最集中的投放。2010-2011 年预期全球经济回升带来需求回暖, 而运力投放有所减少, 单壳油轮拆解将锦上添花。预期 2010-2011 年行业景气回升可能性较大。

表 4: 油轮运输市场 FFA 数据

原油油轮运输航线 FFA 交易行情									
单位: WS	May(09)	Jun(09)	Jul(09)	Aug(09)	09/7-9 月	09/10-12 月	10/1-3 月	10/4-6 月	
TD3:中东海湾至日本航线 (260000 公吨)	29.25	33.5	35.5	37	37	43	64	62	2010 64.25 2011 67
TD5:西非至美东航线 (130000 公吨)	59	59	59	59.5	59.5	64.5	97	95	2010 97.25 2011 103

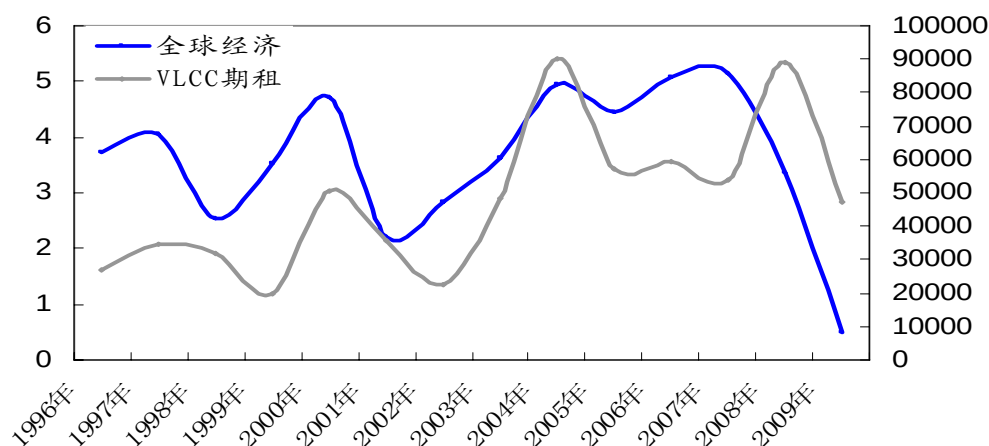
TD7:北海至欧陆航线 (80000 公吨)	67	67	73	74	74	86	102	102	103.5	115
------------------------	----	----	----	----	----	----	-----	-----	-------	-----

成品油轮运输航线
FFA 交易行情

单位: WS	May(09)	Jun(09)	Jul(09)	Aug(09)	09/7-9 月	09/10-12 月	10/1-3 月	10/4-6 月	2010	2011
TC2:欧陆至美东航线 (37000 公吨)	126	116	110	109	109	110	170	168	169	173
TC4:新加坡至日本航线 (30000 公吨)	64	88.75	100	104	104	105	143	146	148.5	164
TC5:中东至日本航线 (55000 公吨)	66	87	100	103	103	104	145	147	148	162

数据来源: CLARKSON, IMF, 国泰君安销售交易总部

图 17: 经济与期租水平的周期性



数据来源: CLARKSON, IMF, 国泰君安销售交易总部

4. 估值: 具有一定安全边际

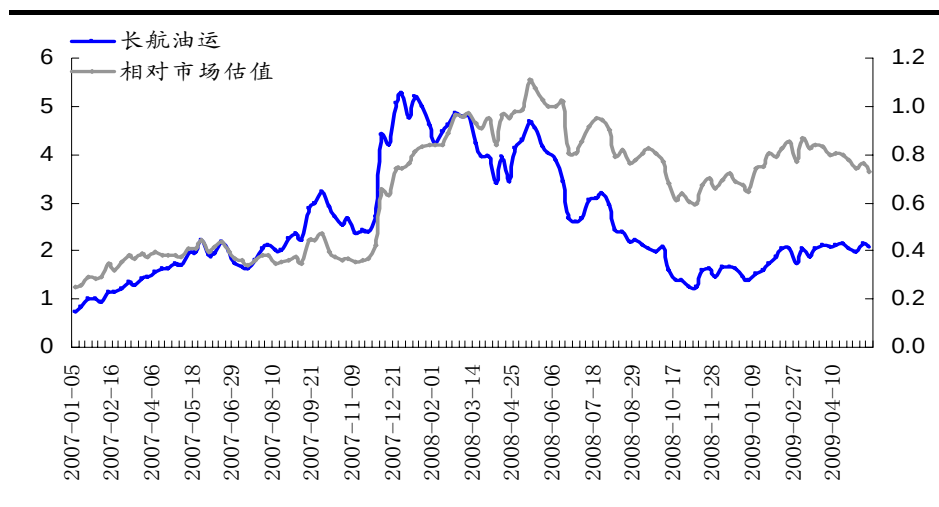
行业内比较, 估值处在较低水平: 在航运行业, 油轮公司 PB 估值相对较低。中国远洋和中远航运 PB 估值在 3 倍左右, 中海发展、长航油运和招商轮船得 PB 估值在 2 倍左右。

表 5: 主要航运股估值水平

	股价 (元)	2008 年 EPS (元)	2009 年一季 度 EPS (元)	2008 年净资 产 (元)	2009 年净 资产预测 (元)	PB (按照 2008 年净 资产计算) (元)	PB(按照预 测 09 年净 资产预测) (元)
中海发展	14.11	1.5864	0.0934	6.27	6.5	2.250	2.171
招商轮船	5.6	0.36	0.06	2.75	3	2.036	1.867
长航油运	6.05	0.37	0.03	2.8	2.9	2.161	2.086
中国远洋	13.32	1.06	-0.33	5.1	4.71	2.612	2.828
中远航运	11.37	1.11	0.07	3.33	3.53	3.414	3.221

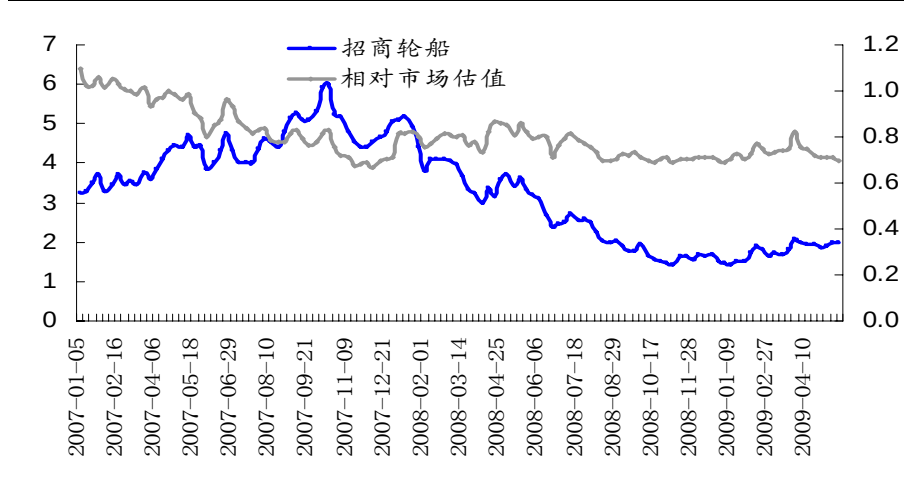
数据来源: 公司报表, 国泰君安销售交易总部

图 18: 长航油运绝对估值和相对市场估值水平



数据来源: WIND, 国泰君安销售交易总部

图 19: 招商轮船绝对估值和相对市场估值水平



数据来源: WIND, 国泰君安销售交易总部

图 20: 中海发展绝对估值与相对市场估值水平



数据来源：WIND，国泰君安销售交易总部

5. 推荐油轮运输组合：长航油运、招商轮船、中海发展

A 股上市公司经营远洋油轮运输业务公司主要有三家：长航油运、招商轮船和中海发展。三家公司中长航油运基本 90% 利润来自于油轮运输业务，招商轮船 50% 利润来自于远洋油轮运输业务，中海发展 50% 左右来自于油轮运输业务，但是 25% 左右为远洋油轮运输业务。受远洋油轮运价波动影响最大的是长航油运公司，也是远洋油轮运输市场复苏的最大受益者。

表 6：油轮运输公司的业绩预测与估值

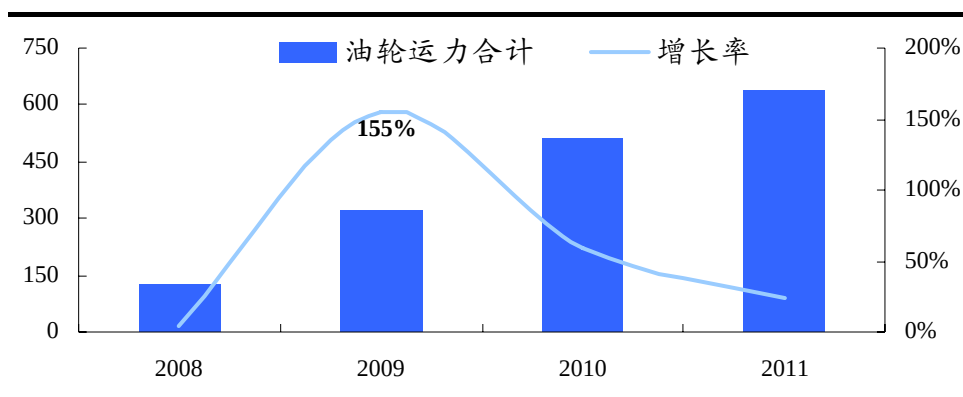
名称	评级	价格	PB	预测 EPS			PE		
				08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE
中海发展	增持	13.09	2.06	1.59	0.5	0.6	8.23	26.18	21.82
长航油运	增持	6.09	2.15	0.37	0.16	0.4	16.32	37.75	15.1
招商轮船	增持	5.32	1.9	0.36	0.23	0.36	14.8	23.1	14.8

数据来源：国泰君安销售交易总部

长航油运：公司主要运营 VLCC 及 MR 油轮，84% 的收入来自油轮运输。此外，公司正处于扩张阶段，目前已拥有 3 艘 VLCC 及 23 艘 MR 油轮，2009 年计划有 10 艘 MR、3 艘 VLCC 投入运营。运力的激增，却遭遇油运市场的低迷，我们预计 2009 年将是公司业绩低点，2010-2011 年随着经济复苏，油轮市场逐渐好转，公司业绩将走出低谷。

投资逻辑——扩张迅速，对运价敏感度最高：作为油运为主的长航油运是目前 A 股市场中对油轮运价最为敏感的公司。一旦油轮市场好转，运价回升，那么公司的扩张战略将使其将成为最大的受益者。鉴于我们对 2009-2011 年市场的预期，建议在二季度公司最低迷的时候，配置长航油运。

表 7：2008-2011 年复合增长率达 71.4%



数据来源：国泰君安销售交易总部

表 8：长航油运的油轮运力增长表

		2009		2010		2011	
VLCC	新增	5	148.5	6	182	4	122.6
	合计	6	178.2	12	360.2	16	482.8
MR	新增	10	47.8	2	10.04	-	-
	合计	31	144.7	33	154.74	33	154.74

数据来源：国泰君安销售交易总部

表 9：2010 年长航油运业绩敏感性分析

项目	MR 运价 (万美金/天)	1.57	1.64	1.71	1.77	1.84	1.91	1.98	2.05	2.11
VLCC 运价 (万美金/天)	MR 增幅									
	VLCC 增幅	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%	55%
4.4	10%	0.28	0.30	0.32	0.34	0.35	0.37	0.39	0.41	0.43
4.6	15%	0.29	0.31	0.33	0.35	0.37	0.38	0.40	0.42	0.44
4.8	20%	0.31	0.32	0.34	0.36	0.38	0.40	0.42	0.43	0.45
5.0	25%	0.32	0.34	0.35	0.37	0.39	0.41	0.43	0.45	0.46
5.2	30%	0.33	0.35	0.37	0.39	0.40	0.42	0.44	0.46	0.48
5.4	35%	0.34	0.36	0.38	0.40	0.42	0.43	0.45	0.47	0.49
5.6	40%	0.36	0.37	0.39	0.41	0.43	0.45	0.46	0.48	0.50
5.8	45%	0.37	0.39	0.40	0.42	0.44	0.46	0.48	0.50	0.51
6.0	50%	0.38	0.40	0.42	0.43	0.45	0.47	0.49	0.51	0.53

数据来源：国泰君安销售交易总部

● **招商轮船：**公司主要运营油轮、散货、液化天然气运输，其中油轮业务占总收入的 70%。截至 4 月，公司共拥有 VLCC7 艘，其中 2 艘正在停航改造；拥有 Aframax9 艘，其中 3 艘为单壳油轮，是国内远洋油运经验最丰富的公司。2011 年后，公司将有 13 艘 VLCC、1 艘 Suzemax、10 艘 Aframax（如 3 艘单壳淘汰）。

投资逻辑——运力充沛，经验丰富：2008 年公司油轮运输业务贡献利润 50%左右，预计 2009 年由于油轮运力扩展较快，预计油轮业务占公司利润比重将超过 50%。因此，油轮运输市场景气回升对公司业绩影响较大。招商轮船运力扩展速度较长航油运慢一些，但是扩展步伐相对稳健。此外，公司远洋油运经验丰富，是国内最早的油轮运输船队。

表 10：招商轮船的油轮运力增长表

		2009	2010	2011
VLCC	新增	4	118.99	2
	合计	10	294.34	12
Suzemax	新增	0	0	0
	合计	1	15	1
Aframax	新增	1	11	0
	合计	9	95.78	10

数据来源：国泰君安销售交易总部

表 11：2010 年招商轮船业绩敏感性分析

VLCC (万美金/天)	4.4	4.6	4.8	5.0	5.2	5.4	5.6	5.8	6.0
增长幅度	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%
1.75	0.304	0.32	0.336	0.352	0.368	0.384	0.400	0.416	0.432

数据来源：国泰君安销售交易总部

● **中海发展：**公司主要经营沿海煤炭运输业务和远洋、沿海油轮运输业务。由于 2009 年沿海煤炭业务运价下降 40%，远洋油轮运价下降，而沿海油轮业务运价基本稳定，所以一季报毛利比重中沿海煤炭业务、远洋油轮业务比重下

降。一季波沿海煤炭运输业务毛利为 1.45 亿元，远洋油轮运输业务毛利为 1.15 亿元，沿海油轮运输业务毛利为 2.35 亿元。远洋油轮业务毛利占合计毛利比重为 23%，沿海油轮业务毛利占合计毛利比重为 47%。

投资逻辑——公司沿海油轮业务盈利模式是执行交通部运价，属于固定运价模式，不受市场环境影响，年贡献利润基本稳定；沿海煤炭业务受到国内经济影响，我们预期 2009 年下半年国内经济将逐渐复苏，预计沿海煤炭运价 2010-2011 年随着经济复苏将逐渐回升，预计 2010-2011 年沿海煤炭合同运价与 2009 年基本一致；预期 2010 年远洋油轮运输市场复苏将带来公司业绩增长。

表 12: 中海发展公司 2009-2012 年运力投放

	2008	2009	2010	2011	2012
运力合计	760	1001.92	1189.32	1417.16	1589.96
增长		32%	19%	19%	12%
油轮	362	588	680	703	703
散货	398	443.92	546.92	804.92	1007.92
年交付量	28.98	271.92	187.4	227.84	172.8
油轮	23.25	226	92	23	
散货	5.73	45.92	103	258	203

数据来源：公司公告，国泰君安销售交易总部

表 13: 2010 年中海发展业绩的敏感性分析

VLCC (万美金/天)	4.4	4.6	4.8	5.0	5.2	5.4	5.6	5.8	6.0
增长幅度	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%
EPS (元)	0.45	0.49	0.53	0.57	0.61	0.65	0.69	0.73	0.77

数据来源：国泰君安销售交易总部

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com