

全球复苏支持水运投资机会

谨慎推荐 维持评级

核心观点:

● 经济振兴支持远洋运输快速恢复。

2009 年以来, 中国经济已经展开稳健恢复的趋势, 进出口贸易支持集装箱运输需求快速恢复, 散货运输进入持续上升阶段, 油品运输稳步增长, 远洋水运行业已经进入稳健恢复时期。

● 散货运输: 铁矿煤炭双轮驱动。

- 1、在铁矿进口持续兴旺和全球煤炭需求恢复的支持下, BDI 指数突破 4500 点展开上升趋势, 经济刺激的效应进入扩展阶段。
- 2、船舶供给将制约水运价格指数上升速度。
- 3、干散货运输运营已经进入全面盈利状态。

● 集装箱运输: 需求复苏支持运价上升。

- 1、中欧贸易恢复加快, 美国需求初步好转, 亚洲全面恢复。
- 2、沿海内贸运输增长呈现稳健恢复的趋势。

● 油轮运输: 淘汰单壳和需求恢复。

经济“保八”和“国货国运”的政策支持, 进口原油和成品油继续保持 9%快速增长的良好态势, 液化气进口呈现加速增长趋势, 支持油轮运输保持稳健增长。

● 估值: 关注经济超预期恢复的重估机会。

- 2009 年四季度, 水运公司已经转为全面盈利。我们给予水运行业其 2010 年平均 25 倍市盈率估值水平。水运公司的股票估值处于偏低水平; 由于需求逐步恢复、运价稳健上升, 我们将继续“谨慎推荐”评级。关注“中海发展”等综合公司, 需求稳定的油运公司, 如“长航油运”等, 以及全面恢复的龙头“中国远洋”。

分析师

毛昂

✉: maoang@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8732

相关研究

1. 水运: 干散回挡、集运恢复 09.09.16
2. 水运进入稳健恢复阶段 09.05.22
3. 关注水运行业恢复性上升机会 09.02.18
4. 2009 年一月水运市场简报 09.02.02
5. 2009 年交运业投资策略报告 08.11.10
6. 2008 年交运业投资策略报告 08.01.01
7. 2008 年下半年投资策略报告 08.05.08

需要关注的重点公司

股票名称	代码	评级	股价(元)	目标价 (元)	PE (X)			08-10EPS CAGR	ROE2008
					2008	2009	2010		
中海发展	600026	推荐	14.3	18.75	9	36	19	-13.23%	25.65%
中海海盛	600896	推荐	9.82	13	43	22	19	47.23%	9.43%
招商轮船	601872	谨慎推荐	5.63	7.25	16	38	19	-6.32%	12.81%
长航油运	600087	谨慎推荐	7.32	8.25	20	244	22	-3.43%	13.65%
中国远洋	601919	谨慎推荐	14.81	16.25	14	---	23	-33.49%	23.93%

资料来源: 中国银河证券研究所

股票价格截止日---2009 年 11 月 24 日

投资概要：需求快速恢复、运价稳健上升、中期保持乐观

驱动因素、关键假设及主要预测：

(1) 我们预计, 2009 年中国水运行业干散货、集装箱和油品周转量增长率分别为 4.1%、-5.0% 和 7.6%, 2010 年中国水运行业干散货、集装箱和油品周转量增长率分别为 5.5%、6.6% 和 8.6%, 干散货运输保持快速增长、集装箱运输全面恢复、油品稳健增长。需求全面恢复和行业整合是水上运输行业驱动因素。

(2) 我们假设: 2009 年国际石油价格将大幅度下降 35% (平均 65 美元/桶), 人民币对美元汇率将上升 1.0%, 2010 年国际石油价格将大幅度上升 15% (平均 75 美元/桶), 人民币对美元汇率将上升 2.0%, 铁矿石煤炭需求增长支持散货运输强势, 国际水运指数 BDI 指数已经出现全面恢复局面, 预计 2009 年全年将提高到 2700 点水平 (上半年 2200 点, 下半年平均 3200 点), 2010 年将提高到全年平均 3500 点的良好盈利水平。

我们与市场不同的观点：

市场普遍认为: 全球经济调整对中国水运行业影响比较大, 中国经济减速态势将严重影响水运行业, 水上运输行业属于强周期行业, 将呈现较大的影响。

我们认为: 水上运输业既然属于强周期行业, 钢铁、煤炭和外贸行业的稳健恢复对水运业也影响巨大, 中国经济长期潜力巨大, 长期将继续保持快速发展的趋势, 短期干散货运输四季度已经全面恢复正常运行水平, 集装箱运输下降速度已经大幅度放缓, 四季度将继续回升, 中国石油进口需求旺盛, 支持油运市场保持景气, 运输市场的恢复程度可能是超预期的强劲, 2009 年到 2010 年水上运输行业和股票将存在相当大的投资机会。另外, 需求稳定恢复和“国货国运政策”也支持油品运输保持长期稳健增长。

行业估值与投资建议：

考虑到中国水上运输的强周期性以及水运各个公司不同业务组合的周期性。我们给予综合水上运输给予其 2009 年 20 倍的市盈率的估值水平。我们给予重点公司合理估值溢价, 并给予水上运输行业继续给予“谨慎推荐”的投资评级, 给予干散货运输“谨慎推荐”的维持评级、集装箱运输为“谨慎推荐”的上升评级、油品运输以“谨慎推荐”的维持评级。

同时关注具有资产注入及具有油运稳健增长预期的重点公司, 如中国远洋、中海发展和长航油运等公司。

行业表现的催化剂：

行业收购、兼并和整合以及打破交通运输行业垄断是体现行业投资价值的催化剂。我们认为这两项事件在 2009 年-2010 年发生的可能性最大, 相应的也是进行相应子行业投资的较优时机。此外, 资产注入也是体现投资价值的催化剂。

主要风险因素：

需求变化和运力投放加速以及燃油价格变动有可能导致运输波动超过我们的预期, 并给运输公司带来更大的成本压力, 从而影响我们对重点公司的盈利预测。

目 录

一、全球经济好转支持水运业快速恢复	4
二、需求快速恢复、供给增量不减	5
（一）中国经济扩大内需对水运行业影响巨大	5
（二）三大水运指数：散运大升、集运好转、油运反弹	7
三、外需快速恢复、内需稳健增长	5
（一）投资企稳回升	10
（二）运输增长率：内需保稳健、外需大反弹	10
四、水运：短期积极恢复 长期潜力较大	11
（一）钢铁产量连创记录、散运需求持续旺盛	11
（二）变化分析：集运反弹、散运大升，油运好转	12
（三）船舶供给：下水高峰使市场压力增大	13
（三）水运公司：收入逐步回升、利润逐步扭亏	15
五、估值：短期积极恢复 长期潜力尚存	17
（一）相对估值：短期有优势 长期潜力大	17
（二）招商轮船（601872）：油运稳健 散运恢复	20
（三）中海发展（60026）：油运恢复 散运受益	21
插图目录	22
表格目录	22

一、全球经济好转支持水运业快速恢复

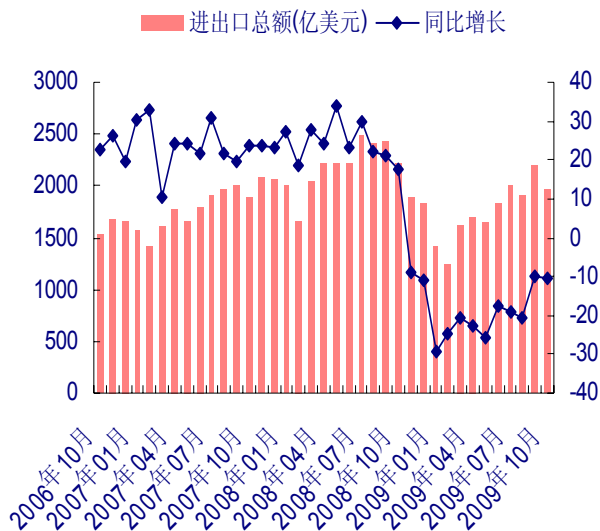
根据国家统计局公布的截止 2009 年 1 月—10 月统计数据，我们初步得到以下分析结果：

首先、进出口贸易出现重大变化，2009 年 1 月-10 月进出口总额达到 17554 亿美元，同比增长 -19.87%，虽然全球经济危机严重影响了 2009 年中国的进出口贸易，但是进出口贸易逐月上升，下降幅度逐步收窄，进出口贸易额从 1 月份的 1418 亿上升到 10 月份的 1975 亿元，月度下降幅度从 1 月份的-29.1%收窄到 10 月的-10.7%，12 月将出现正增长的全面反转趋势。

其次、出口虽然出现连续多月同比下降，2009 年前 10 个月同比增长分别为-18%、-26%、-17%、-23%、-26%、-21%、-23%、-23%、-15%、-14%的连续负增长，一方面说明这次全球经济危机对集装箱出口业务产生比较大的影响，另一方面也说明出口已经开始出现积极的恢复迹象，我们预计 11 月和 12 月出口将进一步收窄到-5%水平，2010 年初将全面恢复正增长局面；

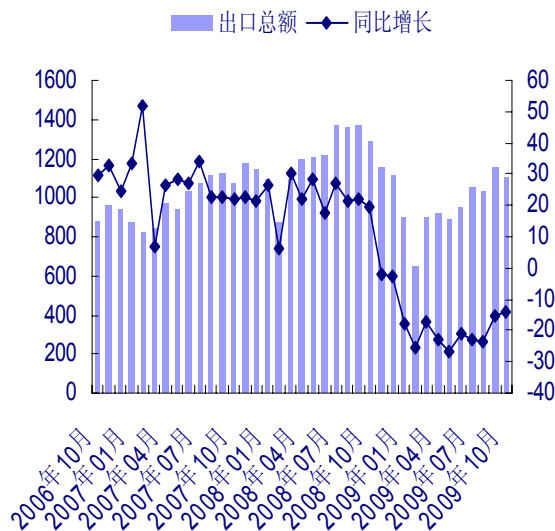
第三、进口贸易下降明显放缓，2009 年前 10 个月进口同比分别增长-43%、-24%、-25%、-23%、-25%、-13%、-15%、-17%、-4%和-6%的下降局面，下降幅度出现明显好转迹象，2009 年前 10 个月中国进口的石油、铁矿砂、铜矿砂、原油等大宗原材料数量两位数的增长，国际原材料价格大幅度上升也是进口金额恢复的一个重要因素。总体分析，我们预计，2009 年四季度进口形势将继续好转，11 月和 12 月进口增速恢复正增长 10%以上水平，2010 年全面恢复正增长。

图 1：进出口贸易：进入稳健恢复阶段



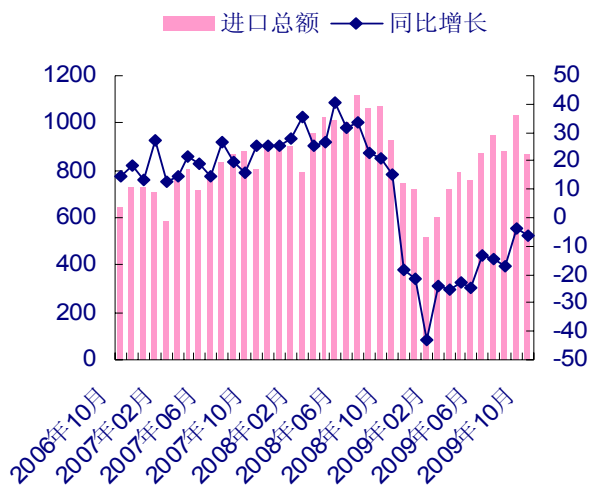
资料来源：国家统计局 中国银河证券研究所

图 2：出口贸易：出口好转趋势明显



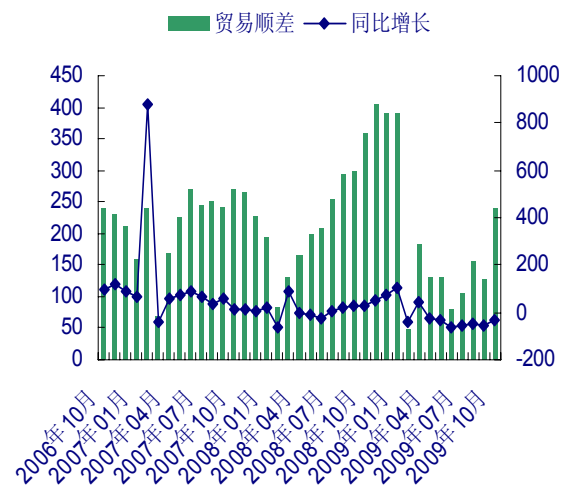
资料来源：国家统计局 中国银河证券研究所

图 3: 进口贸易: 进入积极恢复阶段



资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究所

图 4: 贸易顺差: 保持顺差、稳健上升



资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究所

综合分析，全球经济好转和中国外贸进出口不断好转对于集装箱运输需求和价格支持最大，而全球铁矿石和煤炭需求增长全面恢复对于干散货需求和价格影响最大，中国原油需求旺盛和全球需求的恢复对于油运支持比较大、油运价格探底上升趋势值得期待。我们关注中海发展这样干散货+油运业务和招商轮船（干散货+油运）这样的公司；关注中远航运（干散货+特种运输）等公司，重点关注中国远洋（干散货+集装箱）和中海集运（集装箱）的恢复机会。

二、需求快速恢复、供给增量不减

（一）中国经济扩大内需对水运行业影响巨大

2009-2010 年全球经济恢复和中国经济加速，对中国交通运输业行业支持非常大，特别海洋运

表 1: 周转量好转 水运反转是关键

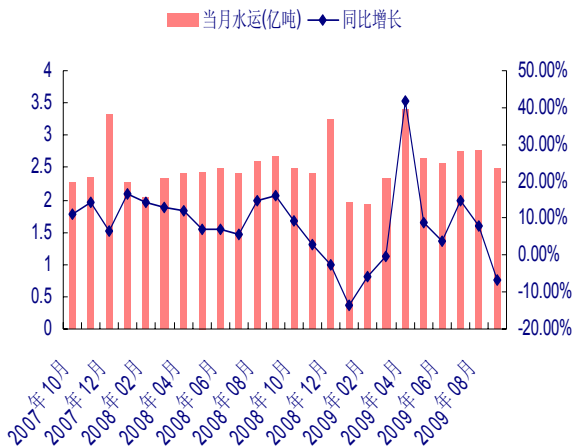
单位: 亿元、亿吨公里

	国内生产总值	货物周转量	水运	民航	铁路	公路
2002A	120333	47872	26181	50	15086	6555
2003A	135823	55663	32275	58	16321	7010
2004A	159878	66378	40412	71	18273	7621
2005A	183868	77607	48320	78	20734	8476
2006A	210871	85592	53908	91	21947	9647
2007A	242518	97349	62182	116	23793	11258
2008A	265800	103453	65218	118	25118	12999
2009E	287064	102698	63127	116	24823	14632
2010E	313058	112583	68492	125	27428	16538

资料来源: WIND 中国银河证券研究所

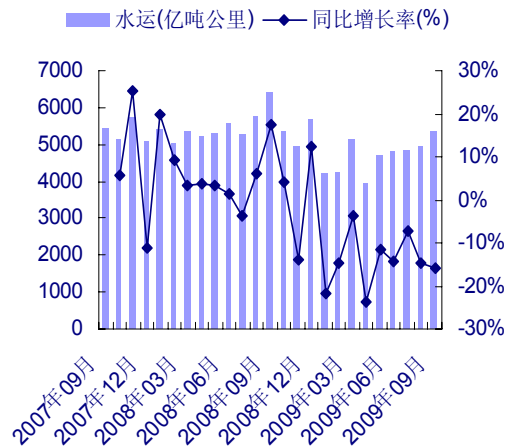
输行业和公司影响非常大。由于我们预计 2009 年的中国交通运输周转量将完成 102698 亿吨公里，同比仅仅下降 0.73%，2010 年中国交通运输增速上升到 9.6%，2010 年中国水运将恢复 8.5% 左右正增长，其中干散货将增长 7%，集装箱将增长 6%，油运增长 8%，整体水运行业将出现全面恢复的上升趋势。

图 5: 水运量: 恢复好转态势



资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究所

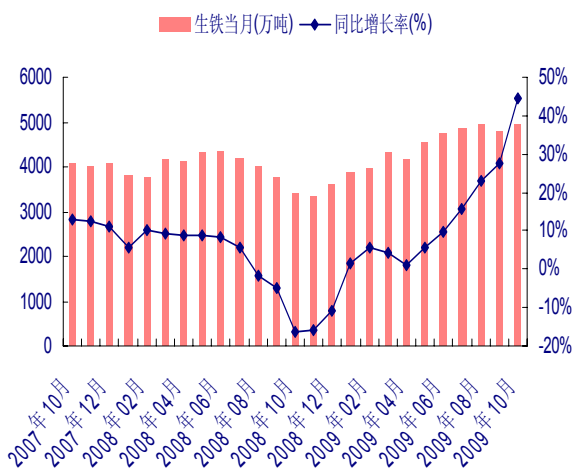
图 6: 水运周转量: 逐步恢复 有望加速



资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究所

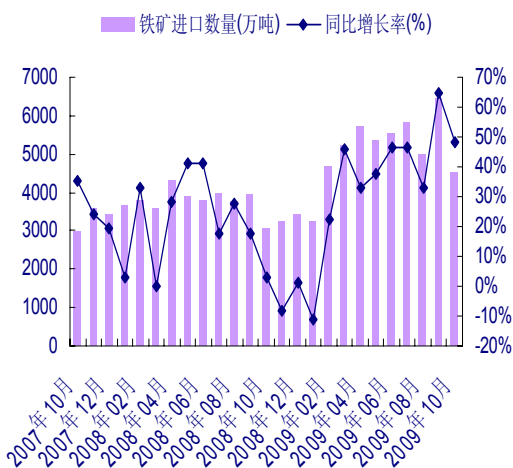
水运与宏观经济关系巨大，在经济恢复的时候，增速将恢复最大，我们最新预测，2009 年和 2010 年水运周转量增长将从 -9.2% 上升到 8.53% 水平，2010 年散货增速从 -2% 上升 3%，集装箱业务从下降 15% 转为上升 +6%，石油产品从 8% 上升到 9% 水平。我们认为，进口铁矿石将从爆发增长转为稳健增长，集装箱运输将快速恢复，油运保持稳健上升。

图 7: 生铁产量 (万吨): 强健上升、势头不减



资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究所

图 8: 铁矿石进口 (万吨): 爆发增长转稳健上升

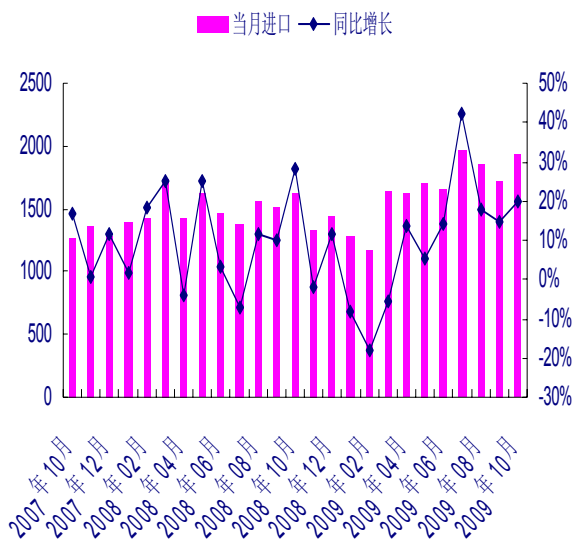


资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究所

对于散货运输，由于钢铁行业生产出现加速上升趋势，铁矿石进口需求不断上升，同时电力等行业对

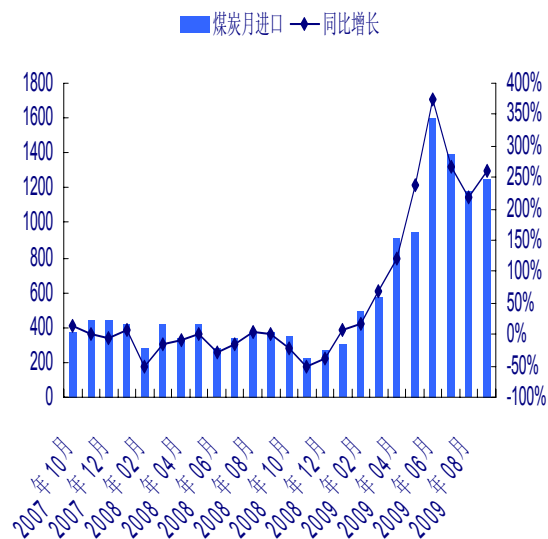
于煤炭进口需求的大幅度增长出现新趋势，中国已经从煤炭净出口国家转为净进口国家，并且转变的速度非常快，而且中国进口煤炭的国家主要是澳大利亚、南非和印尼等国家，距离比较煤炭出口的主要国家日本和韩国距离增加了 5-7 倍，净运输需求数量增加了 1 倍以上，水运周转量需求就增加了 10 倍以上，导致 2009 年下半年到 2010 年的铁矿石和煤炭进口需求的持续旺盛，沿海经济的逐步恢复也支持沿海煤炭运输的有效恢复，散货运输需求恢复的趋势是最好的，中国汽车等行业的全面上升也支持原油、成品油进口数量的稳健增长，油运市场具有长期稳健增长的巨大潜力。

图 9：原油进口（万吨）：继续快速增长



资料来源：国家统计局 中国银河证券研究所

图 10：煤炭进口：出现爆发增长



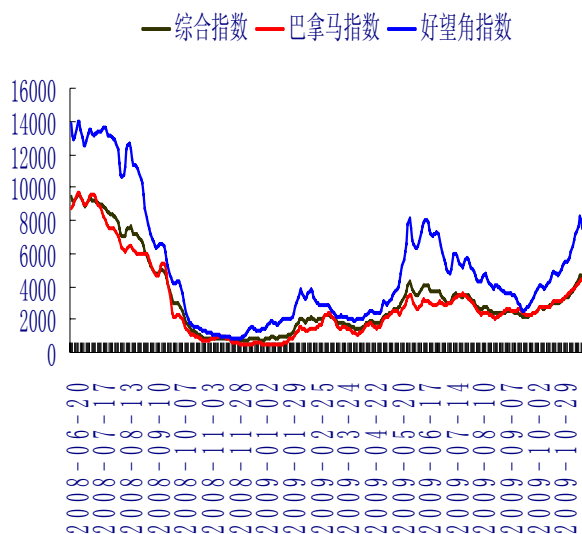
资料来源：国家统计局 中国银河证券研究所

（二）三大水运指数：散运大升、集运好转、油运反弹

2009 年 1-10 月，受到全球经济刺激和供需关系影响，水运价格出现逐步“上升—回调—再上升”的趋势，干散货运输业务经历从“亏损”——“扭亏为盈”——“微利”——“合理利润”的历程，波动比较频繁。我们预计，BDI 指数将进入一个稳健震荡上升区域，四季度在石油价格不断上升和北半球冬季采暖高峰的捣乱，加上今年冬季比较寒冷的情况，全球煤炭运输需求大幅度上升，BDI 将在 3000 点—4500 点范围波动（平均 3500 点），比较我们上一次预期的情况平均上升了 700 点，全年平均在 2700 点附近（比较上次预测上升了 200 点），这是一个具有相当利润的经营范围，干散货业务利润将大幅度上升，符合目前全球散货运输供给稳健和需求快速恢复的情况。

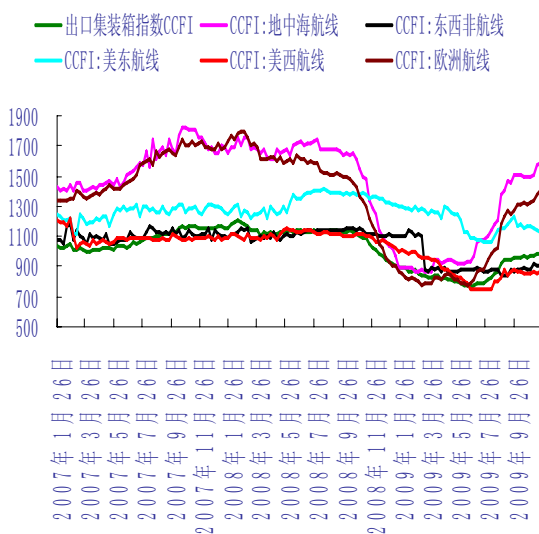
我们认为，干散货运输业务已经成为水运行业恢复增长的先锋子行业，2010 年可能将最快走出低谷，进入震荡上升的轨道，钢铁行业需求的恢复和煤炭行业需求的大幅度上升将支持全球散货运输率先进入复苏，散货运输业务的利润也将有比较大幅度上升局面。

图 11: BDI 指数: 大幅上升进入上升轨道



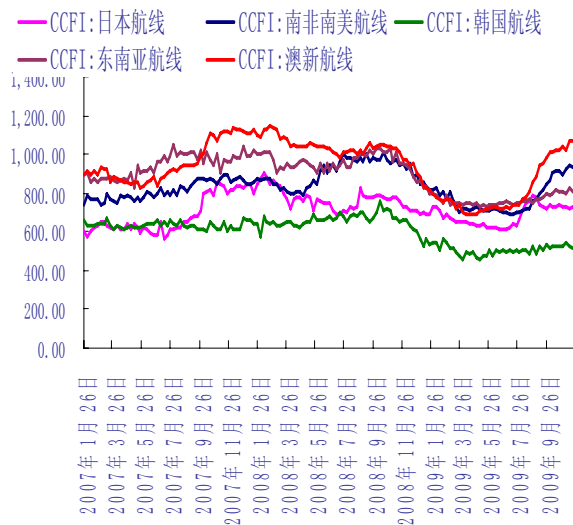
资料来源: WIND 中国银河证券研究所

图 12: 集装箱出口运价指数: 欧线领先 美线徘徊



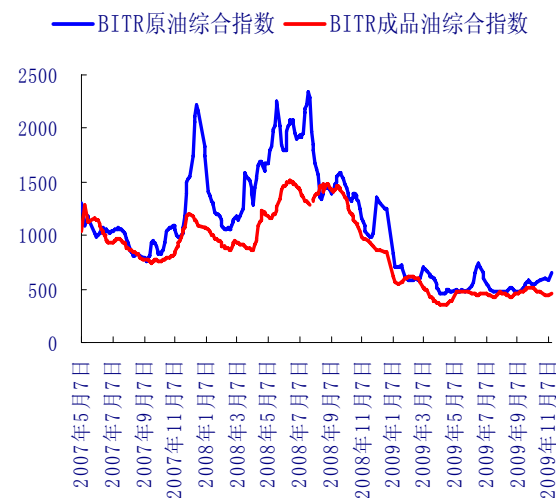
资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究所

图 13: 集装箱指数: 澳新南美领先 韩日徘徊



资料来源: WIND 中国银河证券研究所

图 14: 国际油运指数: 低部形成、上升可期



资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究所

对于中国集装箱出口运输指数，2009年下半年出现稳健上升局面，价格指数从6月份775多点已经上升到11月20日的985点，最大上升幅度已经达到27%水平。从2009年下半年以后，集装箱出口运输价格开始出现明显上升，8月后已经转为恢复性上升局面。从目前集装箱运输价格分析，集装箱出口运输已经开始处于小幅度“盈利”状态，全年运输亏损经营的状态将明显收窄，9月份以后集装箱运输指数上升到900点以上后，集装箱运输已经进入“盈利”状态，随着部分停航的船舶逐步恢复运营，集装箱运输市场已经全面好转，但是老船恢复运营和超期新船投入运营，集装箱运输价格缓慢向1000点攀升，我们预计2010年中国集装箱运输将全面恢复“盈利”运营的状态，2009年和2010年中国集装箱出口运输指数预计平均在900点和1050点水平。

具体分析，美西航线和美东航线反弹非常缓慢，这是集装箱运输价格恢复缓慢的主要原因，说

明美国经济还在缓慢恢复阶段，美国消费缓慢恢复，这对全球经济恢复影响比较大，我们认为 2010 年美国航线恢复力度将逐步加快，对于中国进口集装箱运输行业需求和价格的恢复非常重要；

使我们非常乐观的是欧洲和地中海航线恢复出现加速趋势，价格已经恢复到 2007 年水平，这说明中国—欧洲出口增长已经开始全面恢复，2010 年欧洲航线恢复趋势继续好转，我们认为运输价格连续反弹已经突破阻力 1100 点到达 1300 点水平，将继续保持一种强势整理的趋势；而日本韩国航线没有出现我们预期的大幅度反弹，因为中国-日本集装箱贸易量非常大，东南亚航线逐步走稳，而澳洲和南美南非等航线上升速度非常惊人。我们认为，2010 年美国和日本航线的运输需求和运输价格将逐步恢复，这样对于中国集装箱出口运输价格的支持就非常大。

总之，集装箱运输已经出现局面明显好转的情况，2009 年国际经济将下降趋势逐步收窄或已经逐步恢复小幅度上升趋势，2010 年中国集装箱运输将从局部恢复进入全面恢复的过程。

分析国际油运 BTR 指数，从 2008 年 7 月的 2340 点下降到 2009 年 4 月的 453 点，下降幅度达到 80%以上，几乎复制了干散货 BDI 暴跌的情况，在国际石油运输需求下降 3%的情况下，海洋石油运输价格下降了 80%，市场简直进入一种非理性状态，从 2009 年 9 月 8 日再次达到次低点 468 点后，石油运输价格指数展开一轮恢复性上升，截止 2009 年 11 月 20 日后已经达到 645 点，已经开始出现上升曙光。我们认为目前油运价格严重非理性的低水平已经出现结束迹象，中国的油运公司已经开始结束亏损进入“盈亏平衡”状态运行。我们预计，在 2009 年 12 月，在全球进入采暖高峰后，国际油运 BTR 指数将上升到 600 点—800 点范围，2010 年原油运输价格将上升到 600 点—1000 点范围，我们将 2009 年 BTR 指数预测从平均 650 点下调到 590 点，2009 年油运业务基本维持“盈亏平衡”状态，2010 年全球经济的恢复将支持油运业务出现明显好转，我们预计 BTR 指数预测平均将达到 800 点水平，油运业务将全面“扭亏为盈”进入相对良好的盈利状态。

综合总体分析，干散货运输经营将从亏损严重局面逐步转入合理利润运行状态，集装箱将逐步转入“微利”运行状态，但是全年亏损将收窄状态，油运市场虽然面临中国石油战略储备的支持，但是运输价格的持续低迷将严重影响了经营业绩，预计 2009 年将维持“盈亏平衡”状态，2010 年将全面恢复上升。

总之，2009 年水运市场面临了巨大冲击，2010 年水运市场面临巨大的恢复上升的机会，中国钢铁行业的铁矿砂进口需求继续强势、煤炭进口的大幅上升和进出口贸易的有效恢复是运输增长的关键因素，在房地产、家电、汽车全面恢复趋势下，钢铁产量上升的持续性是散货运输的关键，中国进出口贸易恢复增长是集装箱运输的关键。

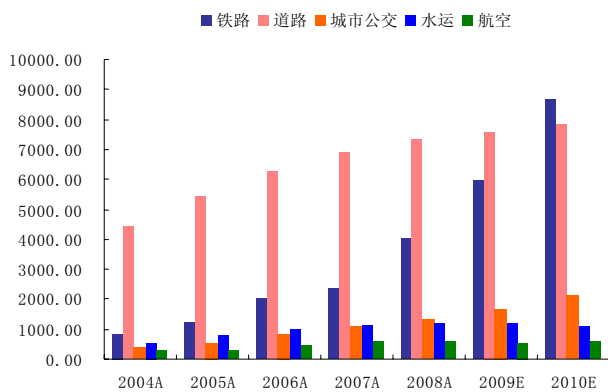
2009 年，全球水运公司已经面临了“亏损—微利—再亏损—微利”的多重考验，我们预计水运行业上半年出现总体亏损后，从四季度开始，中国远洋运输将逐步恢复比较正常的运行状态，干散货运输继续快速上升；集装箱经营经济恢复，已经转为扭亏为盈；全年亏损逐步收窄；油轮经营国际油运价格暴跌局面已经出现上升的迹象，运输需求和运输价格将出现上升，盈利水平将逐步恢复。

三、内需稳健增长、外需恢复加速

(一) 投资启稳回升

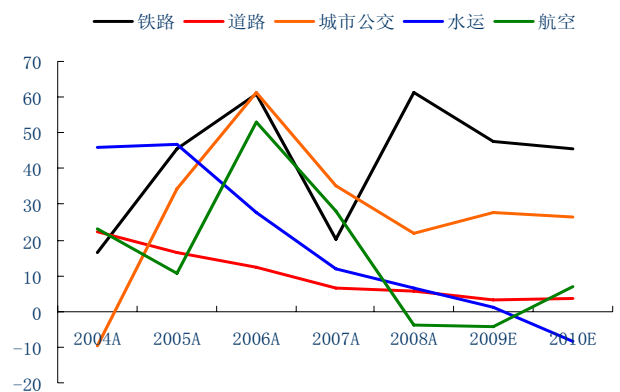
交运各行业固定资产投资方向发生重大变化，外需运输投资多年高增长后出现大跳水，内需运输投资增速开始上升。我们预计，2009-2010 年交通运输业总体固定资产投资稳步增长，总体增速分别为 16.50%和 22.16%；水运投资将出现大滑坡，增速分别为 -2.60%和 -9.61%，航空投资将企稳回升，增速分别为-3.20%和 7.73%，铁路加速上升，增速分别为 47.60%和 43.32%，公路将小幅度下滑，增速分别为 4.62%和 3.89%，城市交通保持高增长 25%和 23%。

图 15: 交运投资：内需占优、水运下滑



资料来源：国家统计局 中国银河证券研究所

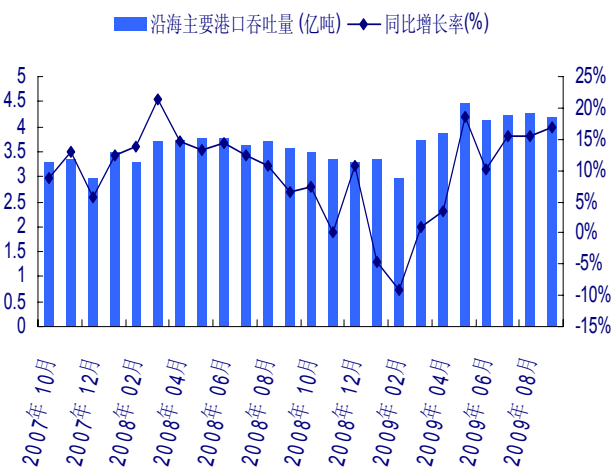
图 16: 投资增速：水运大降、铁路大升、航空回稳



资料来源：国家统计局 中国银河证券研究所

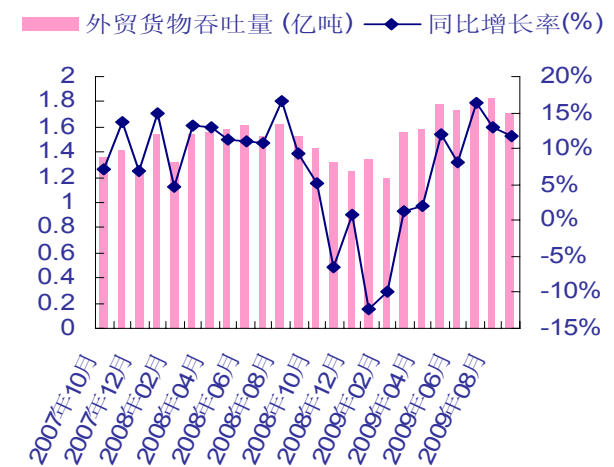
(二) 运输增长率：内需保稳健、外需大反弹

图 17: 沿海港口吞吐量：全面恢复增长



资料来源：国家统计局 中国银河证券研究所

图 18: 外贸吞吐量：保持良好水平



资料来源：国家统计局 中国银河证券研究所

从沿海主要港口吞吐量和增长率分析，水运在铁矿石爆发、煤炭进口和集装箱出口恢复的支持下，出现连续快速上升趋势，上半年比较落后的集装箱运输，在进出口逐步恢复的支持下，也开始逐步上升，港口吞吐增长率已经全面超过 2007 年和 2008 年的水平。

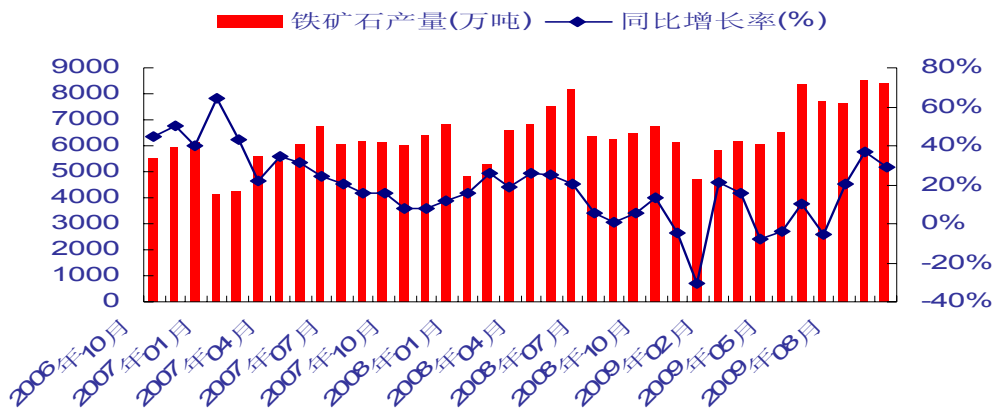
外贸运输：下半年已经全面扭转下滑趋势转为上升趋势，主要是水运出现需求逐步恢复局面，其中干散货运输需求出现全面回升，集装箱运输需求滑坡后开始稳健恢复，油品运输出现连续下滑后已经开始缓慢恢复的局面。

四、水运：短期积极恢复 长期潜力较大

（一）钢铁产量连创记录、散运需求持续旺盛

从 2009 年 1 月-10 月，国内钢铁价格出现大升后大降后稳健恢复的局面，由于钢铁价格一度上升了 50% 左右，钢铁行业生产能力恢复速度惊人，使得对于进口铁矿石的需求旺盛，铁矿石进口增长速度也连续多月创造新的记录，国际铁矿石现货价格再次上升，2009 年 11 月进口到岸铁矿平均价格已经上升到 113 美元/吨（相当 780 元/吨人民币），比较 2009 年初上升 45% 以上，虽然国内铁矿成本优势再次出现，国内铁矿石产量重新出现快速增长态势，大批低品位的铁矿已经恢复生产。2009 年底到 2010 年，进口铁矿与国产铁矿竞争激烈，虽然水运干散货需求继续旺盛，但阶段性供需矛盾将扩大，导致水运需求震荡难以避免。

图 19：国产铁矿石：价格上涨、快速恢复



资料来源：WIND 中国银河证券研究所

表 2：国产矿快速恢复、进口矿增长将放缓

单位：万吨、%

	国产铁矿	国产品位	进口铁矿	增长	进口品位	生铁产量	增长
2005A	39,675	0.38	27,525		0.63	32,730	
2006A	57,397	0.346	32,611	18.48%	0.63	40,540	23.86%
2007A	69,803	0.323	38,348	17.59%	0.63	46,705	15.21%
2008A	78,481	0.252	44,414	15.82%	0.63	46,830	0.27%
2009E	86,026	0.241	59,261	33.43%	0.61	54,982	17.41%
2010E	92,124	0.231	63,182	6.62%	0.61	59,823	8.80%

资料来源：WIND 中国银河证券研究所

中国钢铁业在经济振兴需求支持下、价格小幅上升，生产能力快速恢复，使得铁矿石需求快速上升，2009年3-9月进口铁矿出现爆发增长，连续6月进口超过5000万吨，6月以后，受到价格上涨刺激，国内铁矿石的产量大幅度增加，目前国内铁矿石生产能力已经从2005年的4亿吨上升到2009年的9亿吨左右，国产铁矿石精矿再次上升到650元左右，而目前巴西澳大利亚现货矿+水运费+进口费用平均110--120美元/吨，折合人民币750-830元左右，已经大大高于国产铁精矿，2009年10月以后，随着巴西澳洲铁矿石现货价格逐步上升和BDI指数快速上升，国产矿将再次出现价格优势（目前国产精矿价格低于进口矿100元以上），大批停产的国内中小矿纷纷恢复生产，9月和10月国内铁矿产量分别达到8543万吨和8388万吨，1-10月国产铁矿石产量已经达到70266万吨，国产铁矿石高速恢复上升将导致国产铁矿石和进口铁矿石的竞争将进一步激烈，可能抑制部分进口铁矿石的需求。

我们预测：2009年中国生铁产量上调为54982万吨，同比上升17.41%，国产铁矿石存在距离近、成本低廉、产能释放多重因素，在进口矿上涨支持下，国内铁矿产量将快速恢复到86082万吨，进口铁矿石品质优良，但是如果价格和运输费上升速度太快，需求受到国内矿的压力，2009年和2010年我国进口铁矿石预计将达到59261万吨和63182万吨，同比上升33.4%和6.62%，进口总量继续维持稳健上升的局面，但是增长幅度可能将明显放缓。

在全世界散货运输需求上升而中国需求再次回调的情况下，国际运输价格将逐步出现稳健趋势，我们预计BDI指数2009年后2个月将在3000点—5000点范围的合理区间运行，2009年平均为2700点左右，预计2010年BDI平均将达到3500点水平。这对于散货运输是一个“良好利润”运行的状态，中国水运公司干散货运输业务将进入“合理盈利”区域。

（二）变化分析：集运好转、散运大升，油运反弹

在集装箱运输方面，经济恢复造成集装箱运输需求增速开始加快，我们预计2009年增幅将从上半年的-17%水平恢复到下半年-6%水平，全年幅度收窄到-10%水平，而供应增速为8.1%，集装箱运输将出现一定的供大于求的局面，运输价格将逐步恢复。对于油轮运输，虽然淘汰单壳船的要求，但是供应压力比较大，继续处于需求不足状态。

表3：全球散货运力需求和增速：短期需求恢复、中期压力尚存 单位：百万载重吨/百万吨

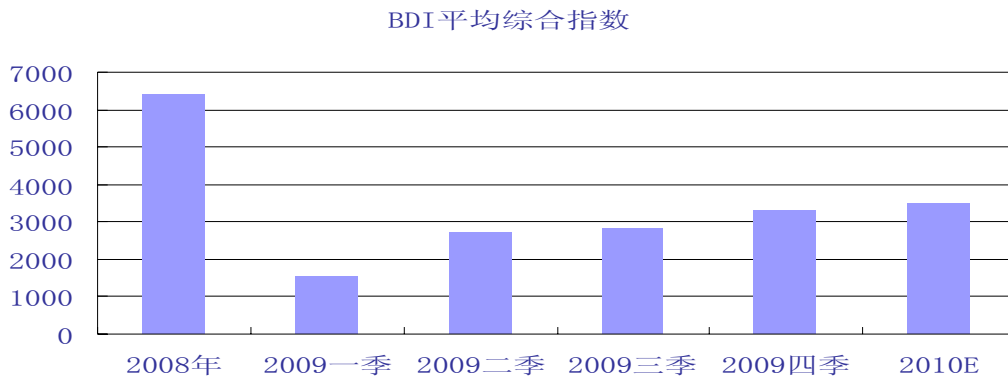
年份	期末运力	当年交付	增速%	运输量	增速%	供需比
2003A	302.2	11.6	2.6	4041	5.1	13.4
2004A	322.6	19.6	6.8	4313	7.8	13.4
2005A	345.1	23.4	7.8	4524	4.9	13.1
2006A	368.5	25.9	6.8	4775	5.6	13.0
2007A	392.4	24.4	6.5	5001	4.8	12.7
2008A	430.6	28	9.8	5210	4.2	12.1
2009E	493.6	56.9	14.7	5137	-1.4	10.3
2010E	580.9	87.3	32.3	5255	2.3	9.1

资料来源：中贸物流资讯网 中国银河证券研究所

在散运方面，欧洲美国日本经济开始恢复，煤炭矿石粮食运输需求逐步上升，主要是煤炭需求上升速度比较快，预计2010年将出现稳健恢复的过程，中国经济振兴计划使得中国散货运

输保持 11% 左右的增长速度（其中铁矿石进口增长 30% 以上贡献巨大），拉高全球散运需求 2 个百分点，我们预计 2009 年全球散运下降收窄到 -1.4%，而供应增速为 14.7%，总体散运供大于求的局面将继续，2009 年全年 BDI 预计在 2700 点左右（比较上次预期提高 200 点），比较 2008 年平均 6390 点下降 58% 左右。从 2009 年上半年 BDI 平均指数为 2182 点，11 月上升已经突破 4500 点，我们预计 2009 年四季度在全球煤炭需求旺盛的支持下，BDI 有希望冲击到 5000 点大关，然后逐步在 4000 点附近稳定下来，这样全球散货运输将进入一个比较合理的盈利区域，但是 BDI 持续暴升的可能性也不大，主要原因是虽然全球经济逐步进入稳健恢复的阶段，2010 年新船舶还有一个大批集中下水投入的过程，按照全球船舶订单，2010 年全球将计划生产 8730 万吨，目前撤单达到 5%，延迟生产达到 20% 比例，这样 2010 年全球还要生产 6548 万载重吨的散货船，将超过 2007 年和 2008 年全球散货下水新船的总和还多 22%，这将抑制运输价格出现“暴涨”局面，另外在北半球冬季采暖高峰以后，2010 年一季度全球煤炭运输需求也将有一定的减弱，综合分析，我们预计 2010 年 BDI 平均指数为 3500 点，同比上升 30% 左右。

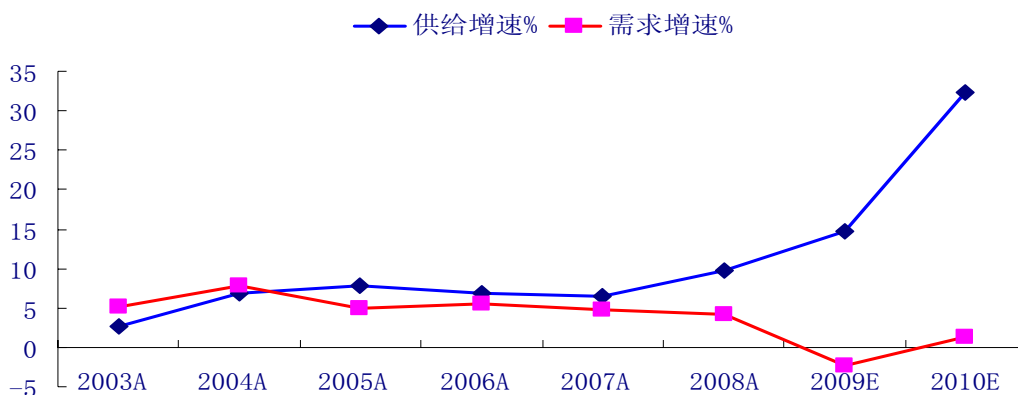
图 20: BDI 指数：逐步上升趋势明显



资料来源: WIND 中国银河证券研究所

（三）船舶供给：下水高峰使市场压力增大

图 21: 需求减速、供给加速、能力过剩



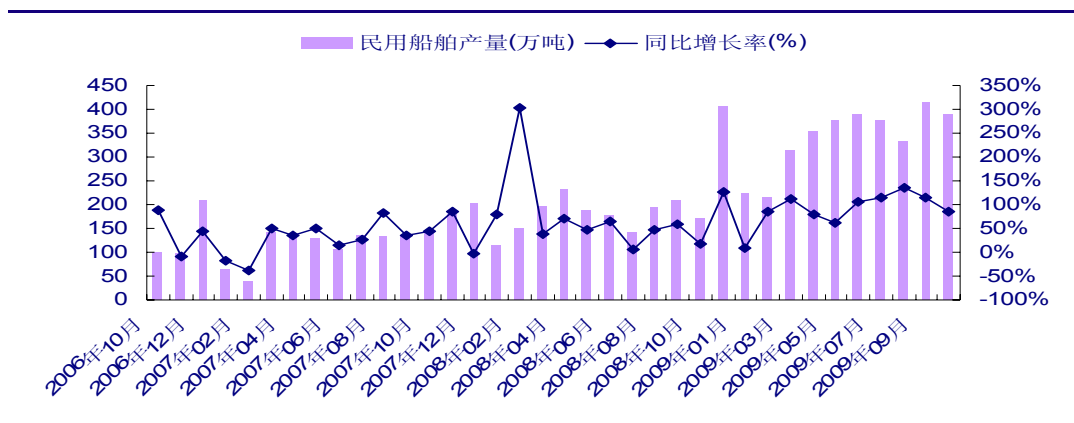
资料来源: WIND 中国银河证券研究所

从水运的需求和供给关系分析，情况还是比较严重，2006 年—2007 年由于水运价格大幅

度上涨，引发全球运输行业订购了大量新船，而 2008 年全球运输需求量出现明显减速，2009 年全球需求绝对下降，2010 年将小幅度上升，散货船在 2009 年投放将达到 5690 万吨，超过 2008 年投放量的一倍，船舶供给增长 14%，而我们预测，2009 年全球干散货运输需求逐步恢复，从年初预测 2009 年下降 5% 收窄 -1.4%，主要是中国铁矿石进口增长 33% 左右的高水平，欧洲日本美国矿产品和煤炭进口也开始逐步恢复，干散货运输需求下降幅度明显收窄。

2009 年，全球干散船供给增长为 14.7%，而同时需求增长仅仅为 -1.4%，供应需求比下降到 9 左右，2010 年，全球干散船供给增长为 13.2%，而同时需求增长上升为 2.3%，供应需求比下降到 9.2 左右，远远小于平衡需求的 12-13 水平，大批新船将减缓的水运市场恢复速度，中期航运市场还有反复。

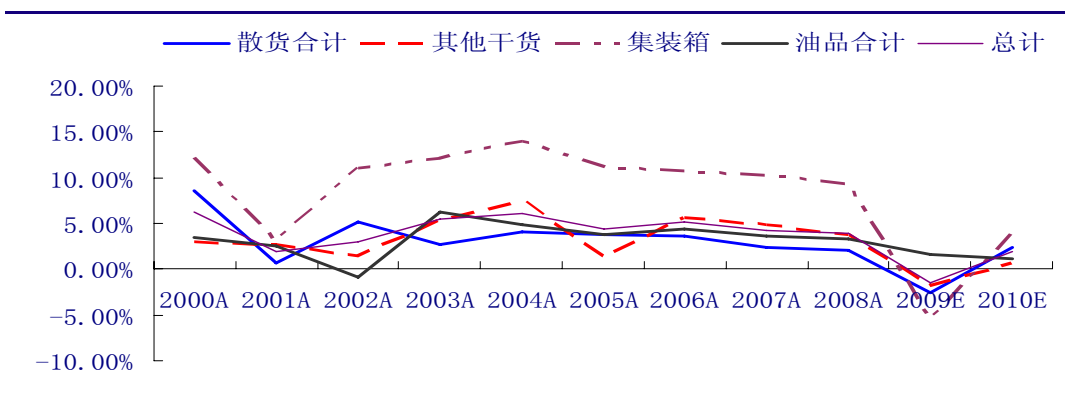
图 22：中国船舶月产量：供给加速



资料来源：WIND 中国银河证券研究所

综合分析，2009 年 1-10 月中国船舶产量达到 3328 万吨，同比增长 38%，高于水运周转量增速 27 个百分点，国内外造船行业的大批新船下水将减缓的水运市场恢复速度，所以中期航运市场还有反复。2010 年更多的新船还要下水，从船舶订单分析，2010 年新船生产量要超过 2009 年，在散运市场逐步恢复后，还将面临船舶供应加速的压力。

图 23：水运需求：2010 年将逐步恢复：



资料来源：中国贸易网 BLOOMBERG 中国银河证券研究所

表 4: 1999-2010 年全球水运三大需求与预测 (单位: 百万吨)

	散货合计	其他干货	集装箱	油品合计	总计
1999A	2017	755	560	2099	5431
2000A	2190	778	628	2170	5766
2001A	2206	799	647	2224	5876
2002A	2319	811	718	2205	6053
2003A	2381	854	805	2344	6384
2004A	2478	918	918	2459	6773
2005A	2573	930	1020	2551	7074
2006A	2664	982	1129	2662	7437
2007A	2727	1029	1244	2757	7757
2008A	2784	1067	1361	2850	8062
2009E	2713	1048	1286	2897	7944
2010E	2779	1055	1336	2929	8099

资料来源: 中国贸易网 BLOOMBERG 中国银河证券研究所

(三) 水运公司: 收入逐步回升、利润逐步扭亏

2009 年 1-10 月, 水运需求发生一定的变化, 干散货需求快速上升, 集装箱运输经历一季度低迷、二季度探底后, 三季度明显回升, 四季度开始, 欧洲澳洲需求积极恢复, 美国恢复缓慢。主要有三个因素: 首先、中国铁矿石进口大幅度增长, 4--10 月连续进口铁矿石 5000 万吨以上, 连续 6 个月创造进口新记录, 其次欧洲日本澳洲经济逐步开始恢复, 但是美国经济还是缓慢恢复, 第三, 全球石油价格再次开始上升趋势, 使得全球煤炭需求开始不断增加。同时, 散货 BDI 运输价格出现快速回升态势, 集装箱运输和油轮运输价格开始止跌启稳, 集运快速反弹, 11 月后干散货运输大幅度上升, 截止 11 月 20 日已经突破 4500 点。

综合中国水运公司的散货、集装箱和油轮三种业务需求和价格分析, 我们预计 2009 年—2010 年, 由于运输价格下降和回升, 中国水运公司收入增长分别为-21%和 18%, 净利润增长分别为-55%和 36%, 但是全球水运行业运输能力供应大大加强和运输需求逐步恢复形成一定的制约, 水运行业在经历了几年的大丰收后, 将面临“逐步恢复”的考验, 消化过剩的运输生产能力是一个比较长期的工作, 虽然全球贸易已经进入一个恢复时期, 水运公司要准备在薄利状态下长期运行的准备, 压缩成本、稳定需求、淘汰落后生产能力等等是海洋航运公司的主要任务。

从 2009 年前三季度水运公司报表分析, 全部水运上市公司收入环比大幅度上升了 58%, 总体二季度环比上升 5.5%, 三季度环比上升 21.6%, 我们预计四季度环比将上升 20%左右。其中代表散货运输的中国远洋和中海海盛三季度收入环比分别达到 31%和 28%, 代表油运业务的长江航运三季度收入环比上升了 8%, 说明油品运输需求相对比较好, 代表集运业务的中海集运上升 12%, 从三季度情况分析, 散运明显恢复, 散货需求和 BDI 指数都出现快速回升局面, 集运市场开始逐步恢复, 运价也在逐步上升, 油运处于探底回升阶段。

表 5: 水运公司比较: 收入上升明显

单位: 亿元

证券代码	证券简称	收入 09Q1	收入 09Q2	收入 09Q3	二季度环比	三季度环比
600087.SH	长航油运	8.12	7.20	7.79	-11.37%	8.25%
600692.SH	亚通股份	0.96	1.11	1.06	16.26%	-4.92%
600751.SH	SST 天海	0.38	0.45	0.43	16.41%	-2.64%
600798.SH	宁波水运	2.07	2.16	2.28	4.13%	5.71%
600896.SH	中海海盛	1.89	1.80	2.31	-4.88%	28.24%
601866.SH	中海集运	45.30	45.13	50.65	-0.37%	12.22%
601919.SH	中国远洋	107.58	120.93	158.28	12.41%	30.89%
600428.SH	中远航运	10.00	10.02	9.03	0.19%	-9.87%
601872.SH	招商轮船	4.99	4.02	4.47	-19.52%	11.31%
600026.SH	中海发展	21.27	20.89	23.57	-1.76%	12.81%
	合计	202.55	213.69	259.86	5.50%	21.60%

资料来源: WIND 中国银河证券研究所

从营业利润分析, 2009 年前三季度, 全行业营业利润分别为-30 亿、-28 亿和-20 亿元, 虽然同比下降幅度非常大, 但是环比亏损大幅度收窄, 根据国家发展改革委员会的统计 10 月份海洋行业已经基本扭亏为盈。三季度亏损主要是“中海集运”大幅度亏损 19 亿, 全行业亏损总和, 我们预计“中海集运”四季度后经营将逐步恢复, 亏损将大幅度减少, “中国远洋”三季度继续亏损, 但是亏损已经开始大幅度减少, 四季度将扭亏为盈; 招商轮船营业利润上升最快, 达到 170%水平, 中海发展经营最好, 连续三个季度盈利, 只有中远航运三季度转为亏损, 长航油运环比上升了 7%, 扭转了经营下降局面, 中海海盛扭亏为盈, 亚通属于长江航运和房地产业务, 保持不下降。总体分析, 全行业亏损逐季减少, 虽然 2009 年水运行业全行业“亏损”难以改变, 但是四季度经营情况将出现明显转机。

表 6: 营业利润环比: 散运上升、油运止跌、集运探底

证券代码	证券简称	营业利润 09Q1	营业利润 09Q2	营业利润 09Q3	二季度环比	三季度环比
600087.SH	长航油运	0.5547	-0.3058	-0.2833	-155.13%	7.36%
600692.SH	亚通股份	0.029	0.0423	0.0328	45.86%	-22.46%
600751.SH	SST 天海	-0.3922	-0.7204	-0.5923	-83.68%	17.78%
600798.SH	宁波水运	-0.0647	-0.119	-0.0485	-83.93%	59.24%
600896.SH	中海海盛	0.1742	-0.0748	0.0052	-142.94%	106.95%
601866.SH	中海集运	-13.9804	-19.5411	-19.9712	-39.77%	-2.20%
601919.SH	中国远洋	-23.2637	-10.9972	-2.8887	52.73%	73.73%
600428.SH	中远航运	0.7692	0.0436	-0.1089	-94.33%	-349.77%
601872.SH	招商轮船	2.0356	0.3697	0.9987	-81.84%	170.14%
600026.SH	中海发展	3.7886	3.5252	3.2377	-6.95%	-8.16%
	合计	-30.3497	-27.7775	-19.6185	8.48%	29.37%

资料来源: WIND 中国银河证券研究所

我们认为, 2009 年水运全行业出现全面盈利局面可能性不大, 但是四季度将逐步开始“扭亏为盈”, 四季度后航运行业业务将继续处于明显的恢复过程中, 散运指数大幅度上升, 油运

指数和集装箱指数都出现逐步恢复上升局面，水运行业将逐步从“严重亏损”状态进入“扭亏为盈”的时代。2010 年将出现全面恢复良好的经营利润的时期。

表 7：净利润环比：利润亏损明显收窄

证券代码	证券简称	净利润 09 一季	净利润 09 二季	净利润 09 三季	二季度环比	三季度环比
600087.SH	长航油运	0.4873	-0.2956	-0.172	-160.66%	41.81%
600692.SH	亚通股份	0.0456	0.0605	0.0543	32.68%	-10.25%
600751.SH	SST 天海	-0.3911	-0.7201	-0.5924	-84.12%	17.73%
600798.SH	宁波水运	-0.1249	-0.1946	-0.1173	-55.80%	39.72%
600896.SH	中海海盛	0.1482	-0.1612	-0.0404	-208.77%	74.94%
601866.SH	中海集运	-12.1344	-22.026	-19.2791	-81.52%	12.47%
601919.SH	中国远洋	-31.4126	-10.1327	-5.0069	67.74%	50.59%
600428.SH	中远航运	0.8771	-0.008	0.0554	-100.91%	792.50%
601872.SH	招商轮船	1.9598	0.3149	1.3101	-83.93%	316.04%
600026.SH	中海发展	3.1905	2.961	2.9128	-7.19%	-1.63%
	合计	-37.3545	-30.2018	-20.8755	19.15%	30.88%

资料来源：WIND 中国银河证券研究所

从 2009 年前三季度环比分析，净利润方面，总体已经出现 31% 的环比增长，中国远洋和长航油运大幅度减少了亏损，中海发展保持良好的利润水平，招商轮船和中远航运出现利润大幅度上升；什么散运情况经营已经全面好转，油运和集运也都开始出现好转迹象。

预计 2009 年四季度和 2010 年，我们看到集装箱运输开始逐步走出低谷，欧洲澳洲南美非洲业务快速上升，只有美国和日本恢复缓慢，预期 2010 年将有明显改善，集装箱运输价格快速反弹，运输需求开始恢复，欧洲航线已经全面盈利，亚洲航线逐步恢复；散运需求和价格在 6 月达到最高点 7 月回落后，10 月后 BDI 上升迅猛，目前已经达到 4500 点以上水平，比较上半年平均 2163 点还是高 100% 以上，预计下半年平均上升为 3200 点，全年平均为 2700 点左右，散货需求在全球煤炭旺盛支持下，出现快速恢复状态；油运需求也开始缓慢恢复，欧洲美国都开始大规模刺激汽车生产和销售，部分大型汽车公司生产已经出现正增长，油运价格也停止下降，目前处于逐步缓慢上升的趋势。

总体分析，航运行业未来，经营收入将逐步稳健恢复，营业利润将逐步扭亏为盈，2010 年将全面“扭亏为盈”，但是由于船舶的超比例供应，运输价格恢复 2008 年上半年的“暴利”局面可能的比较小，水运市场结构性“供大于求”的局面将维持几年时间。

五、估值：短期有优势 长期潜力大

（一）相对估值：短期优势出现 长期潜力巨大

根据我们对于 2008—2010 年中国水运公司业绩的最新预测，由于 2009 年上半年业务的大下降，虽然下半年经营逐步好转，但是 2009 年中国水运公司出现全行业营业利润和净利润亏损局面难以改变，下半年经营趋势已逐步好转，2010 年将全面好转。

2009年下半年到2010年,全球水运行业运输需求将出现逐步阶段性缓慢地恢复过程,但是2010年运输船舶供给将出现一个新的高峰,运输价格的回升趋势将比较稳健,水运行业 and 公司的收入和利润将继续出现逐步回升局面,2009年经营业绩出现亏损,干散货业务将从年初“严重亏损”进入“合理利润”时代,集装箱业务已经从“严重亏损”到“扭亏为盈”局面,油品运输业务由于政策支持,运输量将保持相当的增长,但美国经济恢复缓慢,美国石油需求恢复比较缓慢,油运价格指数处于缓慢恢复过程中,油运业务经营将继续处于“微利”水平,但是2010年集装箱和油运将出现明显回升局面。

比较国际上市公司 PE 和 PB 情况,全球水运行业公司的股票经过大幅度下降出现明显反弹,估值水平都再次大幅度上升,由于2009年全球水运行业需求大幅度下降,运输量平均下降10%左右,运输价格比较2008年下降40%以上,这样最新动态2010年的PE和PB分别为22倍和1.6倍水平,中国航运行业PE水平基本与国际平均水平相当,而PB水平几乎全部高于水运公司平均水平30%,还是属于估值合理范围。

从动态PE分析,2010年国际和国内平均水平分别为22倍,表面看,中国目前PE的估值相对国际水平20倍是稍高的,但是对于中国经济的高速发展比较,我们认为PE为30倍是合理的,对于PB比较,中国公司明显偏高国际平均水平50%左右,由于中国水运公司上升的空间比较大,净资产应该有一个比较大的提升空间,通过大幅度扩张净资产,中国公司PE水平将逐步下降到合理水平。

实际上中国经济发展速度高于国际水平200%以上,根据GDP和水运的乘数效应,相对的水运增长率应该高于国际水平300%—400%水平,所以这样分析,中国水运的估值还是比较合理的,应该享有比较高的成长溢价。

表 8: 水运公司: 短期估值已合理、长期潜力还存在 单位: 百万元、倍

水运行业	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
净利润	128.27	60.59	293.77	212.5	-55.79	129.69
PE	22.34	47.29	9.75	13.48	-	22.09

资料来源: 中国银河证券研究所 WIND

从EPS分析,由于2009年的水运价格将比较2008年有一个比较大幅度的明显下降,中国远洋运输公司的EPS都明显有一定的下滑,但是随着中国经济的恢复性上升和“国货国运”政策的支持,中国公司的未来运输增长水平将高于国际平均水平1-3倍,运输量大幅度增长的保证是大部分中国公司都与中国大型钢铁、煤炭、石油化工等公司建立了长期战略合作联盟,保证了2009-2010年大批新船下水后都有新的运输需求,这样运输数量的大幅度上升就部分抵消了价格的下降的影响,随着价格逐步恢复性上升,中国水运公司的优势就非常明显,短期估值是非常合理的,长期估值还是明显低估的。

表 9: 国内外水运公司比较

单位: 元、倍、%

简称	EV/EBITDA	ROE09	ROE10	ROE11	PE09	PE10	PB	PEG09	EPS09	EPS10	EPS11
平均	12.1	16.0	7.7	7.5	19	20	9.9	2.9	-106.5	112.0	225.4
中国远洋	19.7	6.4	8.7	1.3	-	43	2.4	-	-0.1	0.3	0.4
A P MOLLER - MA	4.5	1.7	6.5	10.3	38	14	1.0	-	941.5	2529.0	4286.3
KUEHNE & NAGEL-R	10.4	22.4	21.9	22.0	20	19	4.4	3.4	4.1	4.4	5.0
MISC BHD	10.6	7.5	9.1	9.7	22	17	1.5	1.6	0.4	0.5	0.6
MTSUI OSK LINES	7.8	8.8	8.5	6.9	12	11	1.2	1.5	52.0	54.7	46.0
中海发展-H	11.8	11.0	10.4	11.9	14	13	1.5	0.4	0.7	0.7	0.8
中海集运	-	-2.9	1.4	2.4	-	272	1.5	-	-0.1	0.0	0.1
NIPPON YUSEN	6.5	6.4	7.4	6.9	14	12	1.0	-	29.8	36.7	36.5
SOUTHWEST SECUR-A	-	-	-	-	56	47	-	-	0.3	0.3	-
HYUNDAI MERCHANT	46.7	-	-	-	-	58	1.3	-	-4506.5	488.6	1446.8
KAWASAKI KISEN	9.8	2.5	4.5	4.7	28	15	0.7	-	13.7	26.5	29.0
ORIENT OVERSEAS	17.0	-2.8	0.2	6.6	-	-	0.6	-	-0.4	0.0	0.3
中远航运	9.9	21.4	18.3	17.2	18	19	3.1	-	0.6	0.5	0.8
STX PAN OCEAN CO	17.9	-2.6	-1.0	8.2	-	-	0.9	-	-258.1	-208.0	559.5
U-MING MARINE	18.5	10.1	12.1	-	20	22	2.1	0.8	3.3	3.0	-
KIRBY CORP	5.9	13.7	12.4	11.4	12	12	1.8	1.0	2.5	2.6	3.0
D/S NORDEN	6.5	9.9	6.1	5.4	10	14	1.0	-	3.7	2.7	1.6
EVERGREEN MARINE	110.6	-9.4	0.5	4.4	-	-	0.9	-	-1.6	-0.3	1.3
SINOTRANS SHIPPI	3.5	4.9	3.6	3.5	18	22	0.8	0.9	0.0	0.0	0.0
韩进轮船	14.2	4.9	-	-	-	-	0.5	-	-741.9	-534.1	-
CSC NANJING-A	14.3	12.0	14.9	15.5	18	12	2.1	2.0	0.3	0.5	0.6
QATAR NAVIGATION	14.3	7.0	8.0	8.0	10	10	1.1	-	6.6	6.6	7.2
SHUN TAK HOLDING	7.4	11.7	5.3	7.2	8	16	0.9	0.3	0.6	0.3	0.2
DRYSHIPS INC	9.5	3.6	7.3	11.3	7	7	0.5	0.4	1.0	1.0	1.0
DIANA SHIPPING I	7.7	13.1	10.6	10.3	10	11	1.4	-	1.6	1.5	1.6
WAN HAI LINES	6.3	-0.4	3.2	7.2	-	44	1.4	-	-0.2	0.4	1.0
PACIFIC BASIN	7.0	7.0	0.5	4.8	12	118	0.9	-	0.0	0.0	0.0
QATAR SHIPPING C	10.5	9.1	9.1	9.2	10	11	1.1	1.8	3.3	3.2	3.3
CMB CIE MARITIME	7.3	16.0	12.7	7.8	10	10	1.3	-	2.0	2.1	1.8
扬明航运	64.2	-8.3	-6.8	4.4	-	-	0.7	-	-1.6	-0.8	0.5
宁波水运	-	-	-	-	37	-	2.6	-	0.2	-	-
中华航运	-	-	-	-	8	13	2.6	-	11.6	6.6	-
STOLT-NIELSEN	8.5	3.3	3.3	7.4	13	10	0.4	-	0.7	0.9	1.6
中海海盛	-	-	-	-	25	49	2.8	-	0.3	0.1	-
ODFJELL SE-A SH	8.5	0.8	2.1	7.7	36	27	0.8	-	0.2	0.2	0.6

资料来源: Bloomberg

(二) 招商轮船 (601872): 油运稳健 散运回升

表 10: 招商轮船公司业绩预测表

维持评级 谨慎推荐

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
销售收入(百万元)	2447.9	2420.92	3210.79	2038.21	2676.72
销售收入增长率(%)	-8.2	-1.1	32.6	-36.5	31.1
净利润(百万元)	882.5	848.47	1233.13	503.21	932.68
净利润增长率(%)	-24.23	-3.9	45.3	-62.5	65.2
摊薄 EPS(元)	0.26	0.25	0.36	0.15	0.27
PE(X)	22	23	16	39	21
PB(X)	2.12	2.06	1.91	1.93	1.87
PS(X)	1	1	1.3	0.8	0.9
ROE(%)	10.37%	9.69%	13.01%	4.93%	7.92%

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测:

(1) 我们预计, 2009 年—2010 年公司油品运输量将分别保持 5% 和 10% 增长, 周转量保持 8% 和 16% 以上的速度。这样估计的主要理由有两点: 一是公司投资订购 8 条大型运输油轮将在 2009-2010 年投入运营。二是公司主要战略用户“中国石化”进口油品运输需求保持稳健增长, 公司运输需求增长具有合同保证。(2) 2009 年石油及成品油运输价格将有 40% 的下滑, 但是 2010 年在需求稳健、运力平衡等影响下将逐步回升 20% 以上, 对公司盈利能力形成稳定的支持。

我们与市场不同的观点:

市场普遍认为, 公司属于周期性行业, 全球经济和中国经济减速对公司业绩影响较大。

我们认为, 公司传统运输业务油品运输和散货运输需求稳健, 石油进口和内贸运输的长期潜力比较大, 与“中国石化”等公司形成长期战略合作关系, 具有长期潜在的需求的保证, 随着“国油国运”的政策逐步实施, 公司发展空间潜力巨大。公司业绩恢复和长期增长有保证。

公司估值与投资建议:

考虑到 2009 年市场全流通的实际情况, 我们给予公司股票 2010 年 25 倍市盈率; 10 倍 EV/EBITDA 的估值水平。公司股票价格还没有反映了市场的中期收益的估价值和公司整合的超预期。我们维持为公司“谨慎推荐”的投资评级, 公司合理价格水平为 6.75 元。

表现的催化剂:

资本注入和行业整合是体现公司投资价值的催化剂。我们认为这两项事件在 2009—2010 年发生的可能性最大, 相应的也是进行公司投资的较优时机。

主要风险因素:

- (1) 如经济减速过大造成运输需求下降, 公司收入和利润可能低于我们预测的数据;
- (2) 如果燃油价格上升造成运输成本上升, 将可能使得我们预测的公司利润增长下降;

(三) 中海发展(60026):油运量升 散运价涨

表 11: 中海发展公司业绩预测表

维持评级 推荐

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
销售收入(百万元)	9441	12687	17562	9021	13165
销售收入增长率(%)	8.2	34.4	38.4	-48.6	45.9
净利润(百万元)	2774	4596	5376	1372	2561
净利润增长率(%)	10.2	65.7	17	-73.5	99.2
摊薄 EPS(元)	0.83	1.38	1.58	0.40	0.75
PE(X)	17	10	9	35	19
PB(X)	3.5	2.7	2.1	2	2
PS(X)	1	1	1.3	0.8	0.9
ROE(%)	22.24%	28.43%	25.18%	6.38%	12.37%

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测:

我们认为, 2009 年—2010 年公司油轮运输周转量分别增长 13%和 18%水平, 干散货运输将呈现全面回升的态势, 运输周转量增长分别为 5%和 12%以上的恢复速度。散货运价整体呈现回升的趋势, 油轮运输价格将逐步走出低谷, 预计 2009 年和 2010 年 BDI 指数将恢复到平均 2700 点和 3500 点的良好水平。这样估计的主要理由有两点: 一是中国经济将率先恢复上升趋势, 铁矿石和煤炭的水运业务将出现恢复性上升, 公司作为中国主要的干散货运输船队受益较大; 二是在国家“国货国运”的政策支持下, 公司与主要战略用户中国的钢铁、煤炭、使用石油等企业集团建立了长期运输联盟, 公司运输需求增长具有合同保证。

我们与市场不同的观点:

市场普遍认为, 全球经济和中国经济恢复缓慢对公司业绩影响较大。我们认为, 全球经济将进入全面恢复时期, 干散货运输的快速恢复对公司支持最大, 与钢铁煤炭等集团的长期战略合作关系以及中国经济快速恢复的潜力, 使得长期潜在的需求的保证, 随着“国货国运”的政策逐步实施, 公司发展空间潜力巨大。2009--2010 年运输量有保证, 随着价格的全面恢复, 业绩将恢复上升趋势。

公司估值与投资建议:

考虑到市场全流通的实际情况, 我们给予公司股票 2010 年 25 倍市盈率; 12 倍 EV/EBITDA 的估值水平。公司股票价格仅反映了市场的短期收益和风险, 没有包括运输价格全面恢复和公司继续整合的超预期。我们维持公司为“推荐”的投资评级, 公司合理价格水平为 18.75 元。

表现的催化剂:

资本注入和行业整合是体现价值的催化剂, 控股集团公司拥有油轮资产有待注入公司。我们认为这两项事件在 2009—2010 年发生的可能性较大, 相应的也是进行公司投资的较优时机。

主要风险因素:

如经济减速过大造成运输需求再次下降, 公司收入和利润可能低于我们预测的数据;

插图目录

图 1: 进出口贸易: 进入稳健恢复阶段	4
图 2: 出口贸易: 出口好转趋势明显	4
图 3: 进口贸易: 进入积极恢复阶段	5
图 4: 贸易顺差: 保持顺差、稳健上升	5
图 5: 水运量: 恢复好转态势	6
图 6: 水运周转量: 逐步恢复 有望加速	6
图 7: 生铁产量: 强健上升、势头不减	6
图 8: 铁矿石进口: 爆发增长转稳健上升	6
图 9: 原油进口: 继续快速增长	7
图 10: 煤炭进口: 出现爆发增长	7
图 11: BDI指数: 大幅上升进入上升轨道	8
图 12: 集装箱出口运价指数: 欧线领先 美线徘徊	8
图 13: 集装箱指数: 澳新南美领先 韩日徘徊	8
图 14: 国际油运指数: 低部形成、上升可期	8
图 15: 交运投资: 内需占优、水运下滑	10
图 16: 投资增速: 水运大降、铁路大升、航空回稳	10
图 17: 沿海港口吞吐量: 全面恢复增长	10
图 18: 外贸吞吐量: 保持良好水平	10
图 19: 国产铁矿石: 价格上涨、快速恢复	11
图 20: BDI指数: 逐步上升趋势明显	13
图 21: 需求减速、供给加速、能力过剩	13

表格目录

表 1: 周转量好转 水运反转是关键	5
表 2: 国产矿快速恢复、进口矿增长将放缓	11
表 3: 全球散货运力需求和增速: 短期需求恢复、中期压力尚存	12
表 4: 1999-2010 年全球水运三大需求与预测	15
表 5: 水运公司比较: 收入上升明显	16
表 6: 营业利润环比: 散运上升、油运止跌、集运探底	16
表 7: 净利润环比: 利润亏损明显收窄	17
表 8: 水运公司: 短期估值已合理、长期潜力还存在	18
表 9: 国内外水运公司比较	19

分析师简介

毛昂 交通运输行业分析师

东北大学计算机专业学士学位，北京理工大学管理专业硕士学位，具有三年大型钢铁企业工作和十年大学任教经历，1994 年进入证券行业，就任北京证券交易中心交易部经理，2000 年进入中国银河证券公司研究所任研究员。

主要研究方向：交通运输行业和公司（铁路运输、航空运输、水运和公路运输）。本人是 CCTV “经济信息联播”、“经济半小时”、“中国证券之夜”和“证券频道”特约评论员。32 年工作经历，15 年证券行业从业经历，使本人对制造业、运输业和证券业具有深刻地认识，对于经济周期、交运周期和股票周期具有独特的理论和见解，主要著作有《周期是金》等。

希望能够为中国证券行业的客户提供及时、准确和前瞻性的分析和判断，为广大客户提供及时和客观的证券分析服务，提高客户的收益率，减少客户的风险率，让我们共同见证中国证券市场发展和成长。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908