

罗雄
86-21-68407562
luox@cmschina.com.cn

2009年12月6日

预期经济扩张，航运业机会再现

航运行业2010年度投资策略

交通运输

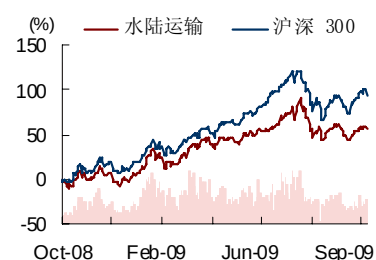
上证指数 3317

行业规模

		占比%
股票家数(只)	59	3.7
总市值(亿元)	8230	3.6
流通市值(亿元)	4853	4.1

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	5.5	17.6	62.0
相对表现	-2.9	-14.3	-38.3



相关报告

- 1、《交通行业月报》系列
- 2、《航运业周报》系列
- 3、《航运业 2009 年投资策略》系列

水陆运输

推荐(上调)

我们在 09 年 9 月 14 日的周报中下调了行业评级，主要理由是经济快速复苏阶段已经接近尾声，我们对经济能否迅速从复苏转向扩张存在疑虑。目前来看，2010 年经济转向扩张概率逐步变大，而航运业在此阶段将再现繁荣。我们上调行业评级至推荐，投资者可以选择提前埋伏。

长期趋势的判断：航运业仍处于调整周期

中长期来看，航运业需求将随着全球经济的好转而复苏，但仍将受到运力过剩和激烈竞争的困扰。

我们对需求的判断：航运需求将随着经济的好转而复苏，相对而言这种复苏将是一种较低水平上的增长。

我们对船舶供给的判断：航运周期和造船周期的错位造成未来的一两年仍有大量运力交付。而且在过去几年造船业大发展的过程中积累了大量的产能。相对以前来说，船舶供给更能随时满足需求的增长，从而抑制航运企业的收益率水平。

2010 年的判断：干散货前高后低 油轮、集装箱缓慢复苏

中国因素主要影响干散货。我们认为，2010 年上半年中国经济将处于扩张期，CPI 和 PPI 将逐步转正。在此背景下，钢铁行业有望走出低谷，从而进一步带动铁矿石的进口增长。而从船舶供给的角度考虑，市场的繁荣将加速新船的交付，这个因素的影响将在 2010 年逐步加深。

欧美等发达国家需求主要影响集油轮和集装箱。我们认为，欧美等发达国家经济进入复苏期，在这个经济阶段，油轮、集装箱的需求开始回升。从船舶供给的角度考虑，油轮在 2010 年单壳船淘汰将减少一部分运力，这会对油轮市场产生一定的积极作用。而集装箱的运力过剩可能更严重一些。但总的来说，2010 年较 2009 年有所回升还是大概率事件。

我们审慎推荐：中海发展、中国远洋、招商轮船、中远航运。

重点公司主要财务指标(12月6日)

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	PB	评级
中远航运	11.43	1.11	0.20	0.36	58.1	31.4	3.4	审慎推荐-A
中国远洋	15.28	1.06	-0.29	0.03	-	509.3	3.1	审慎推荐-A
中海发展	15.27	1.59	0.35	0.46	43.6	33.2	2.4	审慎推荐-A
招商轮船	5.89	0.36	0.16	0.29	36.8	20.3	2.1	审慎推荐-A
长航油运	7.58	0.37	0.08	0.24	94.8	31.6	2.7	中性 A
宁波海运	6.04	0.35	0.12	0.13	50.3	45.3	2.8	审慎推荐-B
中海海盛	9.59	0.23	0.16	0.22	59.9	43.6	3.8	中性 B
中海集运	5.02	0.01	-0.13	-0.05	-	-	1.9	中性-A
平均值		0.64	0.08	0.21	57.3	102.1	2.8	

资料来源：招商证券

正文目录

一、航运业所处的经济背景：经济继续复苏	4
1、世界经济持续回暖.....	4
(1)、美国情况.....	4
(2)、欧洲情况.....	4
2、中国对外贸易开始企稳，进出口快速回升.....	5
二、航运市场基本面探讨：干散货	6
1、干散货需求有望继续回升.....	6
(1) 铁矿石：中国需求是主要拉动因素.....	6
(2) 煤炭：影响干散货市场的第二大货种.....	7
(3) 谷物：需求维持平稳.....	7
2、运力供给分析：运力交付将逐步正常化.....	8
3、市场趋势判断：2010 年上半年可以乐观	8
三、航运市场基本面探讨：油轮运输	10
1、石油需求开始回升.....	10
2、运力分析：并不乐观.....	11
(1) 延期交付情况.....	11
(2) 旧船拆解和改造.....	12
(3) 订单取消.....	12
(4) 浮式储油.....	12
(5) 总结.....	13
3、我们的期待.....	13
(1) 原油产量的回升.....	13
(2) 供需以外的因素.....	14
四、航运市场基本面探讨：集装箱班轮	15
1、集装箱运输市场需求分析：班轮业需求复苏.....	15
2、集装箱运力供给分析：运力持续增长.....	15
3、集装箱市场现状：盈利趋势仍不容乐观.....	16
五、投资策略：干散货、油轮机会较大	17
1、干散货和油轮相关的公司.....	17
2、重点公司点评：	17
(1) 中海发展：受益于油轮和沿海市场的回升.....	17
(2) 中国远洋：业务有望全面复苏.....	18
(3) 中远航运：航运业内长期最看好的公司.....	18
(4) 招商轮船：从事油轮和干散货运输的低估值品种.....	19

图表目录

图 1: 美国 PMI 指数连续三个月超过 50%.....	4
图 2: 美国领先指标.....	4
图 3: 欧元区 10 月份制造业 PMI 升越 50.....	5
图 4: €-coin 指数显示 10 月份欧元区经济继续扩张.....	5
图 5: 进出口继续回升.....	5
图 6: 进出口降幅逐步收窄.....	5
图 7: 全球干散货贸易量.....	6
图 8: 干散货贸易量构成.....	6
图 9: 铁矿石海运量变化.....	7
图 10: 煤炭海运量变化.....	7
图 11: 谷物海运量变化.....	8
图 12: BDI 逐步回升.....	9
图 13: OECD 领先指标.....	10
图 14: 中国汽车销量数据.....	10
图 15: IEA 预计 09 年全球石油需求的修正.....	11
图 16: 全球石油季节需求 (IEA).....	11
图 17: OPEC 原油产量.....	13
图 18: 全球石油供应.....	14
图 19: 波罗的海油轮运输指数.....	14
图 20: 2001 年至 2010 年全球集装箱贸易趋势.....	15
图 21: 中国出口集装箱运输指数近年来走势.....	16
图 22: 集装箱租船指数近年来走势.....	16
表 1: 全球干散货船队交船预期表.....	8
表 2: 2009 年全球油轮交付情况.....	12
表 3: 2009 年旧船拆解和改造情况.....	12
表 4: 2009 年定单取消情况.....	12
表 5: 全球油轮船队供给情况.....	13
表 6: 全球集装箱船队供给情况.....	16
表 7: 业内 A 股公司估值比较.....	17
表 8: 中海发展盈利预测.....	18
表 9: 中国远洋盈利预测.....	18
表 10: 中远航运盈利预测.....	19
表 11: 招商轮船盈利预测.....	19

一、航运业所处的经济背景：经济继续复苏

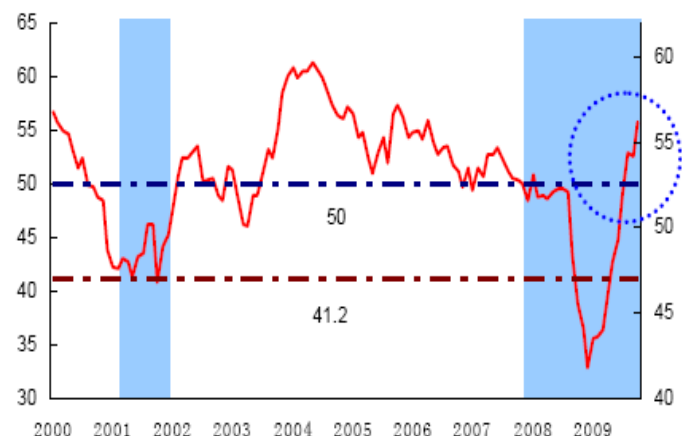
1、世界经济持续回暖

美欧两大经济体持续转暖。从最新公布的数据看，美国经济复苏的趋势已确立，在没有大的负面冲击的情况下，经济将围绕2%的潜在增长率波动。欧洲经济，预计经济同比增幅在0.5~1.0%，成员国之间将继续分化，法国和德国经济复苏相对领先，而英国、意大利、西班牙等较为滞后。

(1)、美国情况

PMI 指数已连续3个月超过50%。根据美国供应管理协会最新公布的10月制造业调查报告，10月的PMI指数上升到55.7%，高于9月的52.6%和8月的52.9%，是2006年4月以来的最高值。根据过去的记录，PMI指数高于41.2%，表明整体经济开始处于扩张阶段；高于50表明制造业处于扩张状态。到10月为止，美国的PMI指数已连续6个月超过41.2%，连续3个月超过50，表明整体经济和制造业连续6个月和3个月处于扩张状态。

图1：美国PMI指数连续三个月超过50%



资料来源：美国供应管理协会，彭博，招商证券(香港)

图2：美国领先指标

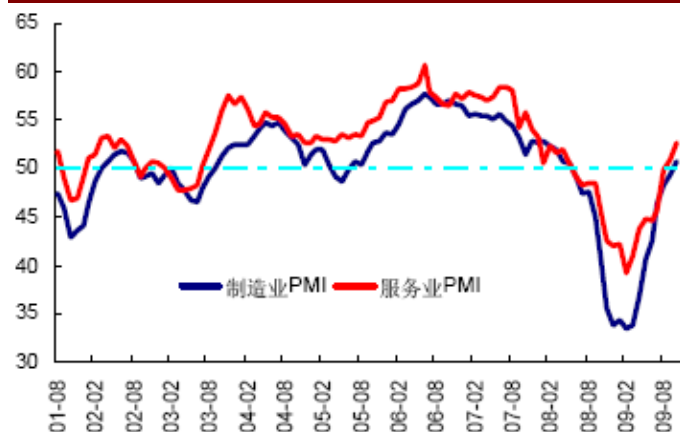


资料来源：美国商务部，美联储，招商证券(香港)

(2)、欧洲情况

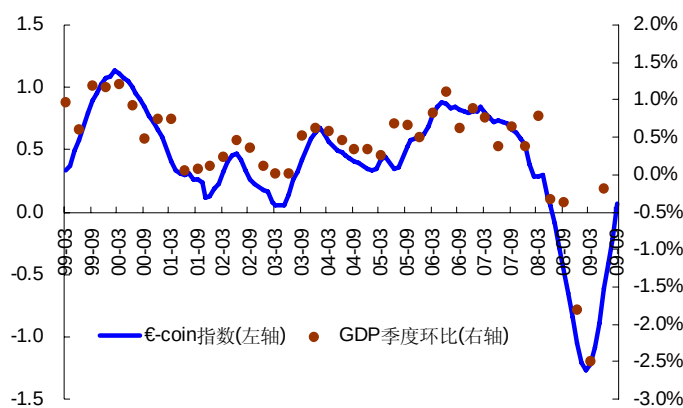
欧元区10月份制造业采购经理人指数(PMI)升至50.7，9月份为49.3，这是2008年5月以来的首次扩张，也是2008年2月以来最高水平。该数据与经济学家预期一致。值得注意的是，新订单/库存比升至9年来的高位，暗示去库存接近尾声，补库存将成为未来几个季度经济增长的主要推动力。

图3: 欧元区10 月份制造业PMI 升越50



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图4: €-coin 指数显示10 月份欧元区经济继续扩张



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

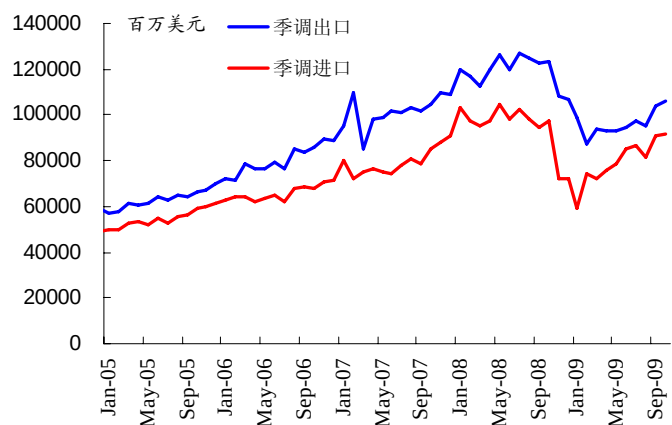
2、中国对外贸易开始企稳，进出口快速回升

10 月份出口额同比下降 13.8%，进口同比下降 6.4%；季调后进出口持续回升。10 月份顺差略有扩大，与投资增速有所下降是一致的。

出口继续复苏。10 月美国 PMI 为 55.7，相对上月大幅上升（52.6），美国经济恢复步伐加快。10 月出口量指数（94.4）继续回升，比上月（93.3）上升 1.1 个点；出口值指数（86.2）也延续了回升态势，比上月（84.8）上升 1.4 个百分点；出口价格指数（91.3）较上月（90.9）上升 0.4 个百分点。

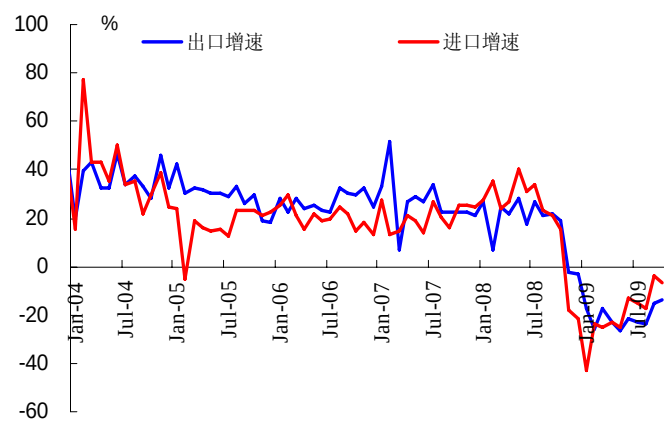
进口短期波动不改中期复苏势头。10 月城镇固定资产投资单月增速比 9 月下降 3.5 个百分点，这可能与去年同期基数较高有关。10 月份进口量指数比上月下降 7.1 个百分点，但仍高于 8 月份，因此我们认为这种波动属于单月冲高之后的一个回调，并非趋势的改变；进口值指数较上月小幅下降 2.9 个百分点，进口价格指数继续上升，上升幅度为 2.9 个百分点。

图5: 进出口继续回升



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图6: 进出口降幅逐步收窄



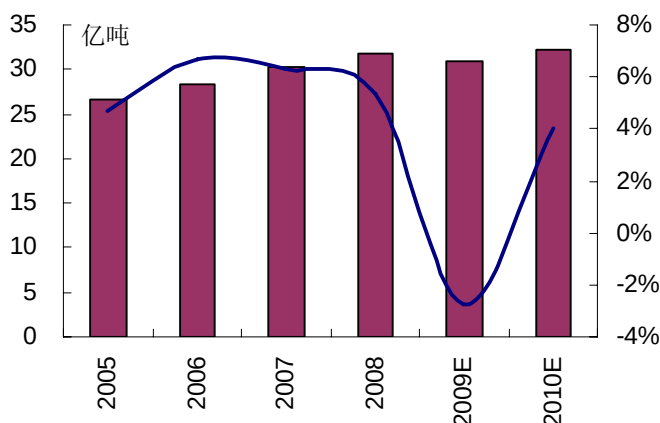
二、航运市场基本面探讨：干散货

1、干散货需求有望继续回升

随着全球经济的复苏，我们认为，2010 年较 2009 年增幅为 4%左右。

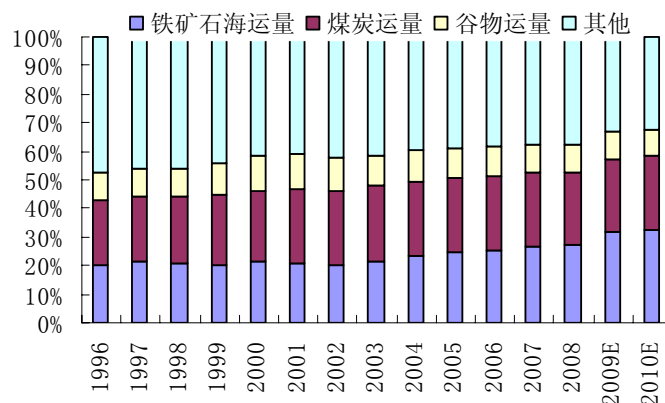
货种分析：目前，铁矿石、煤炭和谷物是干散货运输的主要货种，占干散货海运量的 60%以上。下面，我们将对主要货种的供需形势进行分析。

图7：全球干散货贸易量



资料来源：CLARKONS、招商证券

图8：干散货贸易量构成



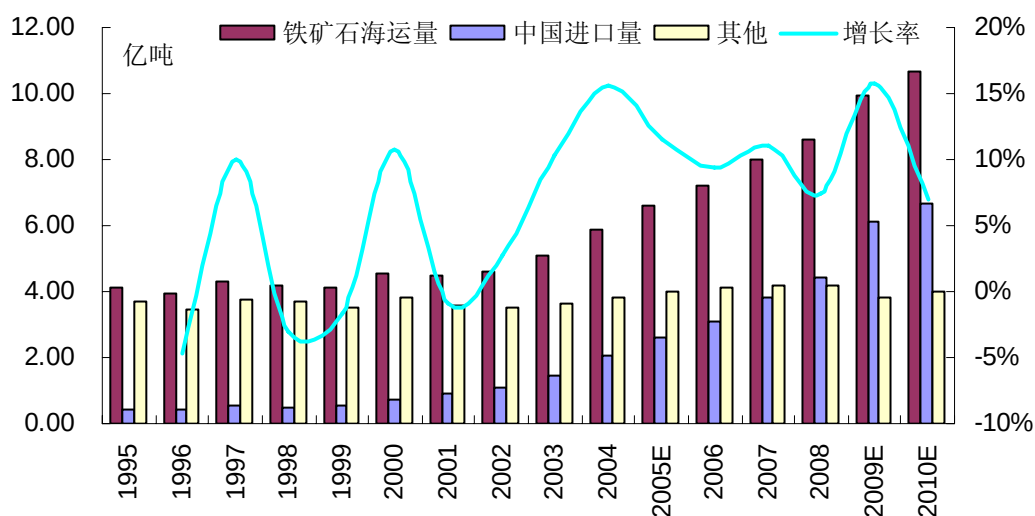
资料来源：CLARKONS、招商证券

(1) 铁矿石：中国需求是主要拉动因素

目前世界铁矿石海运量中 90%以上集中在中国、欧盟、日本和韩国。中国从 2003 年起超过欧盟成为世界最大的铁矿石进口国，2004 年占世界铁矿石海运量的 30%以上，2009 年预计超过世界铁矿石海运量 60%。从 2001 年到 2007 年这 7 年时间内，中国进口铁矿石增量为全球增量的 90%以上，增速维持在 20%以上。2008 年增速有所回落，但仍将维持在 15%左右；2009 年，增速达到 30%以上；2010 年，预计我国铁矿石进口增速仍将维持在 7%左右的增长水平，呈现前高后低态势。

我们预计 2010 年全球铁矿石海运量预计为 10.65 亿吨，净增量为 7000 万吨，其中中国铁矿石进口增量为 5000 万吨。应该说，近年来干散货运输市场的高度繁荣是和我国铁矿石进口的增长紧密相关的。

图9：铁矿石海运量变化

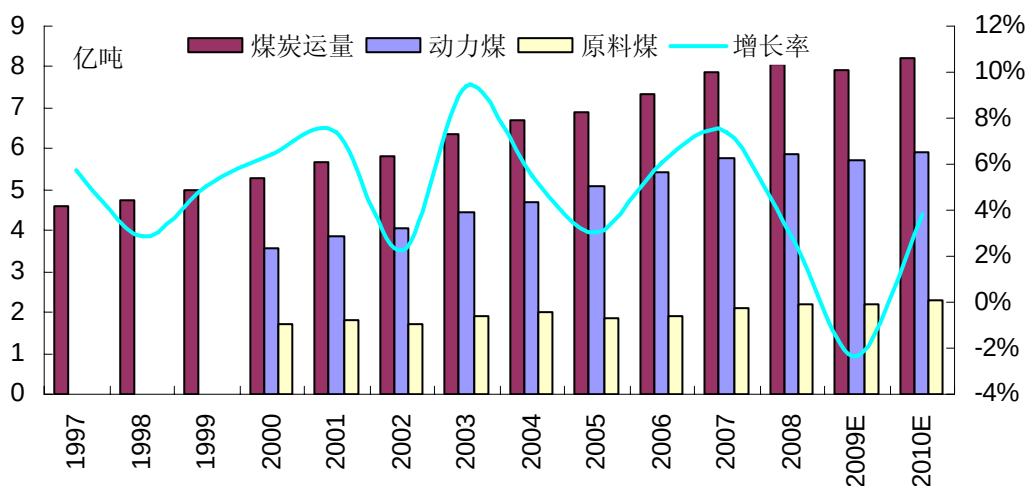


来源：IMF、招商证券

（2）煤炭：影响干散货市场的第二大货种

我们预计2010年全球煤炭海运量预计为8.2亿吨，净增量为1800万吨左右，增长3.8%左右。增量不大，但其具有一定的季节性特点，在特定季节对巴拿马船型产生较大影响。

图10：煤炭海运量变化

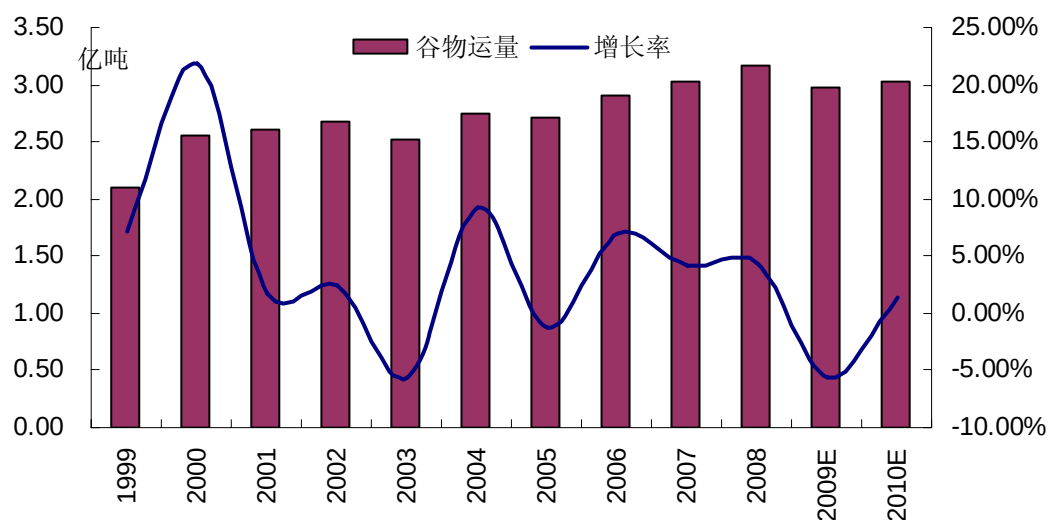


来源：IMF、招商证券

（3）谷物：需求维持平稳

谷物运量增长幅度相对平缓，但其具有很强的季节性特点，在特定季节对巴拿马船型和灵便型船产生较大影响。

图11: 谷物海运量变化



来源: IMF、招商证券

2、运力供给分析：运力交付将逐步正常化

从 Clarkson 的统计来看，预计 2009 年运力交付将比 2008 年末增长 8% 左右，比年初的预期大幅减小了，显示大量的运力交付被推迟了。随着 BDI 的回升，我们预计运力的交付将逐步正常化，从而导致 2010 年后期的实际运力交付可能大大增长。我们目前预计 2010 年运力增长将达到 15% 以上。

表 1: 全球干散货船队交船预期表

单位: 百万 DWT	05 年	06 年	07 年	08 年	2009 年 11 月 1	09 年 E	10 年 E
干散货船队	349	373.4	398.5	423.1	451	481.3	590.4
预计新增运力						30.3	109.1
年度增长	7%	7.0%	6.7%	6.2%	6.6%	13.8%	22.7%

来源: Clarkson, 招商证券

3、市场趋势判断：2010 年上半年可以乐观

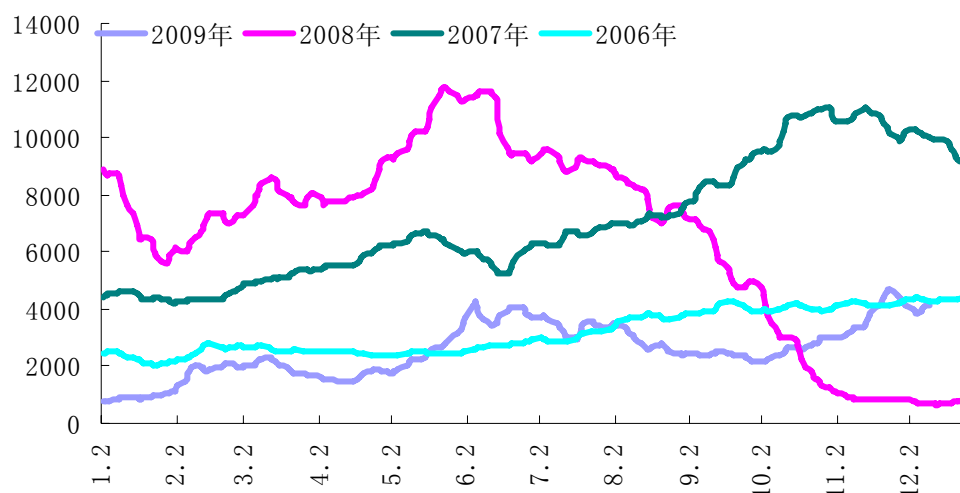
对于干散货市场，我们认为长期走势不容乐观，但对于 2010 年上半年的情况可以相对乐观。2010 年上半年中国经济将处于扩展期，CPI 和 PPI 将逐步转正。在此背景下，钢铁行业有望走出低谷，从而进一步带动铁矿石的进口增长。

但中长期来看运力的过剩将最终导致 BDI 的上行空间被压制，而且从长期看中国对铁矿石的年增长率也将逐步回落，很难再达到过去 5 年的增长水平。

从对干散货市场影响最大的铁矿石情况看：1、随着国内经济进入扩展期，2010 年铁矿石进口量仍将加大。2、由于铁矿石价格上涨可能较大，国内钢厂在一季度抢运可能较大。这两个因素将推动 BDI 继续走高。

对 2010 年上半年，我们认为还是可以乐观的。

图12: BDI逐步回升



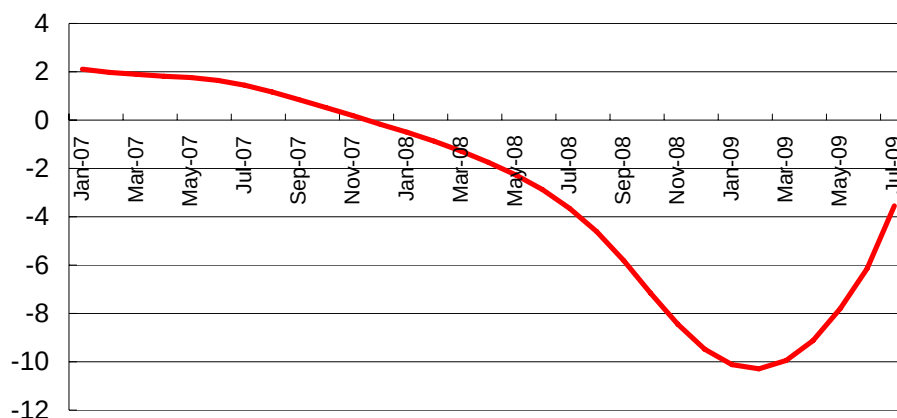
来源: Bloomberg、招商证券

三、航运市场基本面探讨：油轮运输

1、石油需求开始回升

发达经济体的需求逐步回升 从 OECD 领先指标来看，已经在 09 年年初见底，从历史规律来看，OECD 领先指标领先 OECD 国家的工业产值 6 个月，预计发达经济体的经济在今年下半年和明年一季度出现快速回暖，带动石油需求逐步回升。

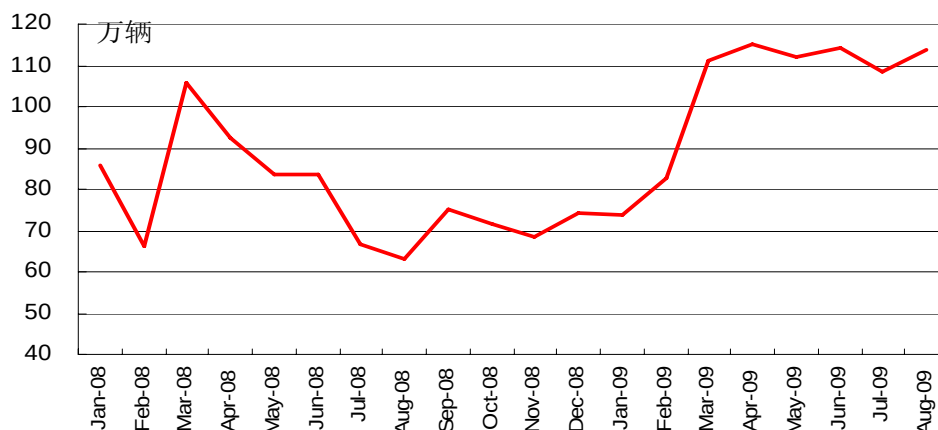
图13: OECD领先指标



数据来源：招商证券

发展中国家的需求继续强劲 中国的汽车销量数据继续保持强劲的增长，工业增加值也恢复到了 10% 以上的水平。8 月份国内成品油销售量创出了新高。8 月份，国内成品油销售量 1878.1 万吨，创今年来月度最高，同比增长 3.2%，环比增 8.1%。印度的数据也很强劲，6 月份印度的石油需求同比上升了 13%。全年增长有望达到 4%。

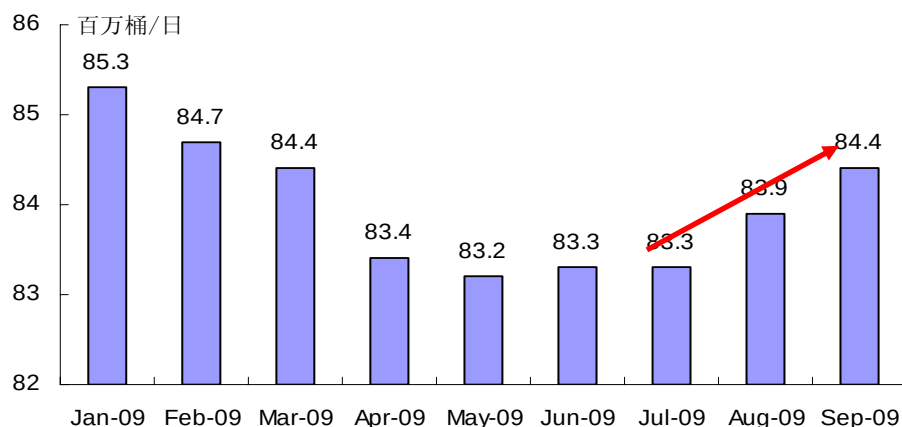
图14: 中国汽车销量数据



数据来源：招商证券

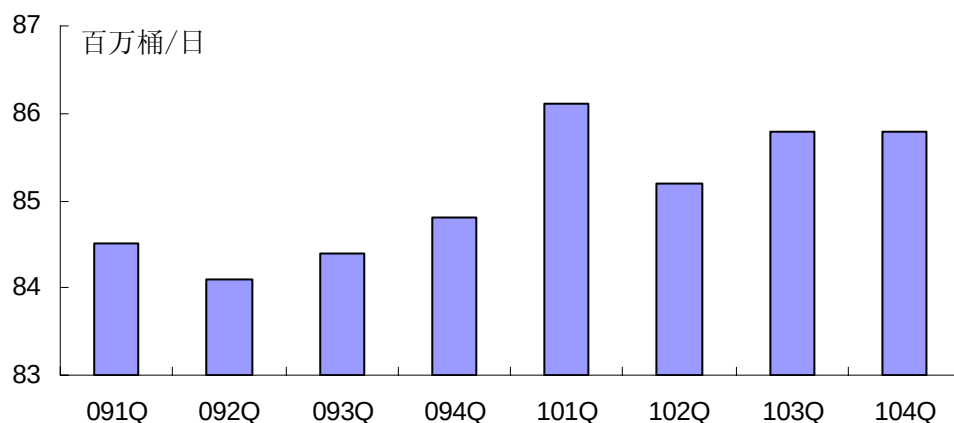
国际能源署开始上调预期 在经历了连续几个月的需求向下修正之后，国际能源署在 8 月份和 9 月份两次较大幅度上调全球石油需求。目前 IEA 能源署预期 2009 年全球石油需求为 84.4 百万桶/日，较今年 5 月份的预期上调了 1.2 百万桶/日。

图15: IEA预计09年全球石油需求的修正



数据来源: 招商证券

图16: 全球石油季节需求 (IEA)



数据来源: 招商证券

2、运力分析：并不乐观

(1) 延期交付情况

VLCC: 目前 71 艘新造船订单计划于今年交付。到今年九月底, 71 艘船只中的 44 艘已被交付, 占 61.79%。

SUEZ: 目前 63 艘新造船订单中的 35 艘船已经被交付, 占总数的 55.56%。

AFRA: 目前 106 艘新造船订单中的 83 艘已经被交付, 占总数的 78.3%。

PANA: 目前 50 艘新造船订单中的 36 艘已被交付, 也就是总数的 72%。

MR 型: 目前 155 艘新造船订单中的 97 艘已交付, 占总数的 62.58%。

灵便型: 目前 59 艘新造船订单中的 37 艘被交付, 占总数的 62.71%。

从目前订单的情况看, 油轮基本还在按期交付, 延期量并不大。

表 2：2009 年全球油轮交付情况

单位：艘	VLCC	SUEZ	AFRA	PANA	MR	灵便
新船定单	71	63	106	50	155	59
已交付	44	35	83	36	97	37
剩余	27	28	23	14	58	12

来源：Clarkson，招商证券

（2）旧船拆解和改造

根据单壳油轮在 2010 年前逐步淘汰的规则。2009 年旧船拆解量明显增加，前九个月大约有 51 艘，也就是 365 万吨被拆除，平均船龄为 25 年。

VLCC 拆解了 4 艘，101 万吨；苏伊士拆解 3 艘，46 万吨；阿芙拉 7 艘，66 万吨；巴拿马拆解 7 艘，44 万吨；MR 型只有一艘 5.06 万吨的船只被拆除；灵便型拆毁 29 艘，103 万吨。

今年除被拆解的船只外，有 15 艘巨型油轮被改造：7 艘用于改造为超大型矿砂船，7 艘用于长期储油，而另 1 艘用于冷闲置改造为浮式生产储卸油装置（FPSO）。另有 1 艘苏伊士型油轮被改造为 FPSO，4 艘阿芙拉型油轮被改造：1 艘改造为干散货船，1 艘改造为 FPSO，1 艘长期闲置，另 1 艘因事故损毁。

表 3：2009 年旧船拆解和改造情况

		VLCC	SUEZ	AFRA	PANA	MR	灵便
拆解	艘	4	3	7	7	1	29
	万 DWT	101	46	66	44	5	103
	艘	15	1	4			
改造	万 DWT	450	17	35			

来源：Clarkson，招商证券

（3）订单取消

苏伊士型油轮有 15 艘船只被取消；MR 型有 14 艘被取消；巴拿马型有 6 艘被取消；而巨型油轮和灵便型油轮部门各有 4 艘被取消。

表 4：2009 年定单取消情况

单位：艘	VLCC	SUEZ	AFRA	PANA	MR	灵便
	4	15	0	6	14	4

来源：Clarkson，招商证券

（4）浮式储油

上半年，用于储存原油的 VLCC 大约是 37 艘，约 7400 万桶。那时 WTI 下月合同和四个月后合同的差价高于 7 美元/桶，大大超出定期租船所需的成本。随着原油期货溢价的减小，近期只剩下大约 14 艘 VLCC 巨型油轮储存原油。随着经济的复苏，期货和现货的价差很难再出现今年上半年的大价差情况。未来大量油轮继续用于存储原油的可能变小。

下半年，用于储存成品油产品的船只数目自今年夏天开始稳步上升。到九月底有 86 艘，储存约 6350 万桶，LR2 型油轮占全部船只的 55.4%，也就是 55 艘船只储存了 3515 万桶。柴油（被储存的油产品中的主要部分）期货的下月合同和三个月后合同的溢价自七月中旬起十分平稳地保持在 15 美元/吨左右。我们预计，随着经济的复苏，成品油轮继续大量存油的可能也将逐步减小，这将释放运力，对市场构成压力。

（5）总结

根据以上的分析，总体来看，船舶供给并没有收到很大的约束，前景并不乐观。根据 CLARKSON 最新的统计，09 年、10 年油轮市场将迎来运力交付的高峰期。运力增速在 2009 年和 2010 年都将超过 10%。总体看，运力增长预计仍将超过市场需求。

表 5：全球油轮船队供给情况

单位: 百万 DWT	05 年	06 年	07 年	08 年	2009 年 11 月 1	09 年 E	10 年 E
油轮船队	343.0	363.1	384.9	406.1	434.4	451.3	504.3
其中: 单壳	99.1	93.2	84.2	67.2	57.4		
双壳	243.9	269.9	300.7	336.1	377		
单壳占比	29.0%	25.7%	21.8%	16.5%	13.21%		
新增运力						16.9	53
年度增长	7.20%	5.86%	6.00%	5.51%	6.97%	11.13%	11.74%

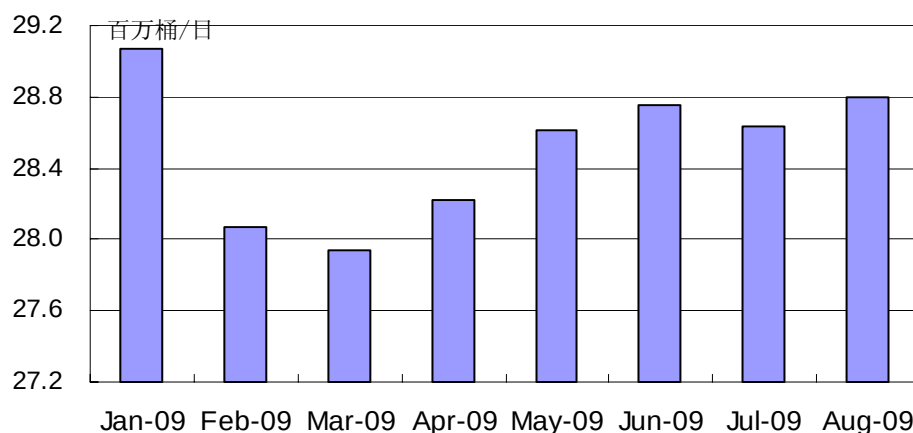
来源: Clarkson, 招商证券

3、我们的期待

（1）原油产量的回升

随着欧美经济的复苏，原油供应可能会呈现逐步回升的过程。目前全球石油供应仍处在较低的水平。截至到 09 年 3 月份，OPEC 的产量最低跌到了 28 百万桶/日，而后有所反弹，但最近四个月 OPEC 的产量基本保持在 28.4-28.8 百万桶/日这一区间。产量并没有随油价上升出现大幅的反弹。

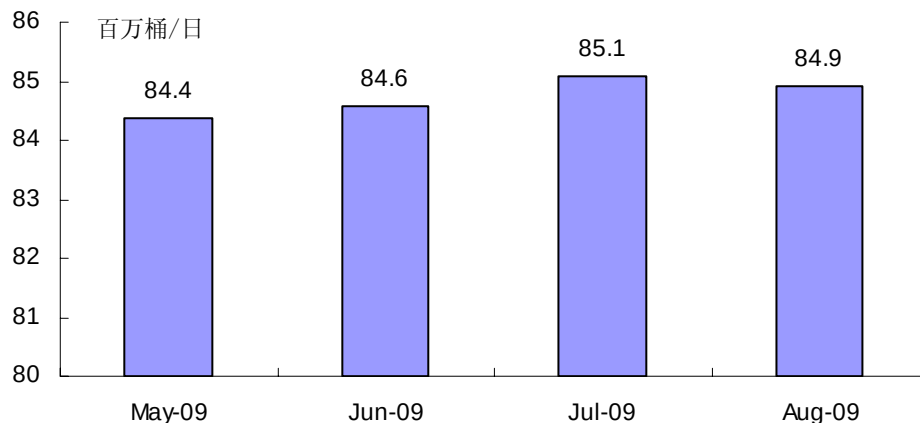
图17: OPEC原油产量



数据来源: 招商证券

全球石油供应平稳 全球主要剩余产能都集中在 OPEC 手中，在 OPEC 产量保持稳定的情况下，全球石油供应也保持了稳定。基本保持在 84.5-85.0 百万桶/日。

图18: 全球石油供应



数据来源：招商证券

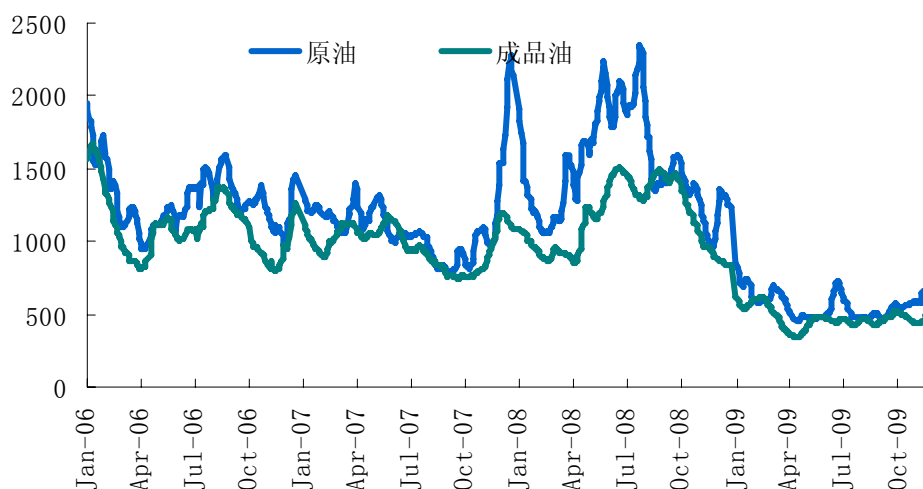
(2) 供需以外的因素

油运市场通常受地缘政治、气候等诸多突发性短期因素影响比较大，比如伊朗核问题、委内瑞拉减少对美国石油出口、尼日利亚石油生产设施遭破坏等主要产油国的紧张局势或冲突，卡特丽娜飓风、2006 年暖冬等均对油运市场产生了重大影响。。以 VLCC 为例，其日租金正常波动幅度就可以在几万美元/天，到 10 几万美元/天之间。遇到特殊的情况则波动幅度更高。目前虽然市场运力相对整体需求而言是有所过剩的，但在局部市场，经常出现运力的短缺现象。

未来会否出现一些这类短期因素，并对油运市场产生积极影响是后面的看点。

总的来说，2010 年较 2009 年有所回升还是大概率事件。

图19: 波罗的海油轮运输指数



来源：Bloomberg、招商证券

四、航运市场基本面探讨：集装箱班轮

1、集装箱运输市场需求分析：班轮业需求复苏

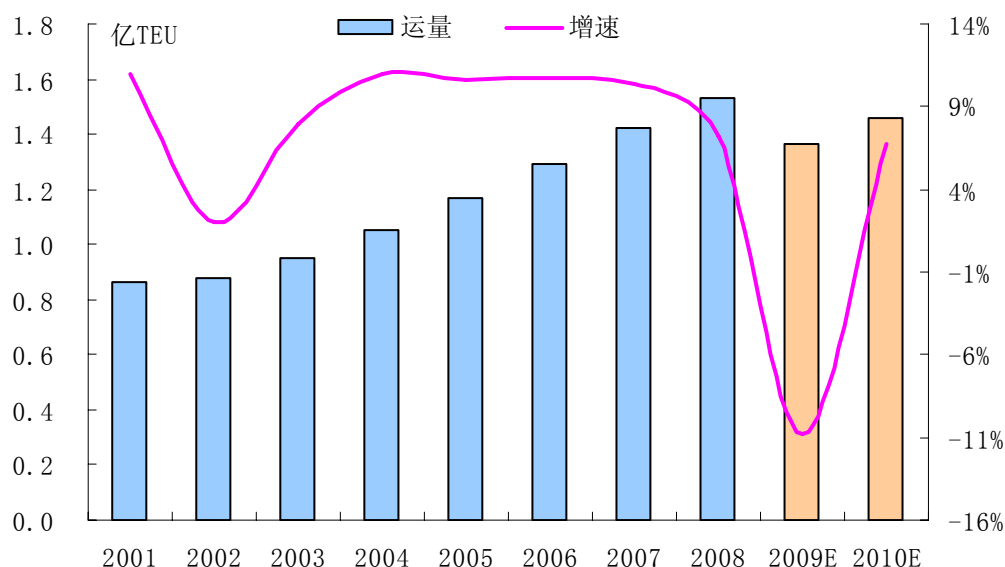
需求复苏：

2008 年全球集装箱运量增长率为 7.2%，增幅结束了连续多年 10% 以上的增长。而 2009 年增长率更是出现前所未有负增长。

展望 2010 年，首先，世界经济开始回升；第二，中国出口增速逐步恢复，我们预计恢复到 15% 的增长水平。

总的来说，2010 年较 2009 年有所回升还是大概率事件。

图20：2001年至2010年全球集装箱贸易趋势



来源：Clarkson、招商证券

2、集装箱运力供给分析：运力持续增长

运力过剩依然严重：船舶过剩的局面依然相当严重，行业内封存运力的情况相当普遍。而运营船舶的利用率也维持在较低水平。总体而言，我们判断行业运力过剩可能仍超过 10% 以上。

2009 年底，船队保有量将接近 5000 艘，箱位 1361 万 TEU，年增长率 12%。2010 年运力增长速度预期将达到 10% 以上，运力的持续快速增长将对市场构成较大压力。

根据 CLARKONS 统计，截至 10 月底，全球有 570 艘集装箱船（130 万 TEU）被闲置，约占全球总运力的 10.4%，随着淡季来临，闲置集装箱船还会进一步增加。

表 6: 全球集装箱船队供给情况

单位: 千 TEU	05 年	06 年	07 年	08 年	2009 年 11 月 1	09 年 E	10 年 E
集装箱船队	8126	9470	10769	12149	12791	13615	15352
新增运力						824	1737
年度增长		16.5%	13.7%	12.8%	5.3%	12.1%	12.8%

来源: Clarkson, 招商证券

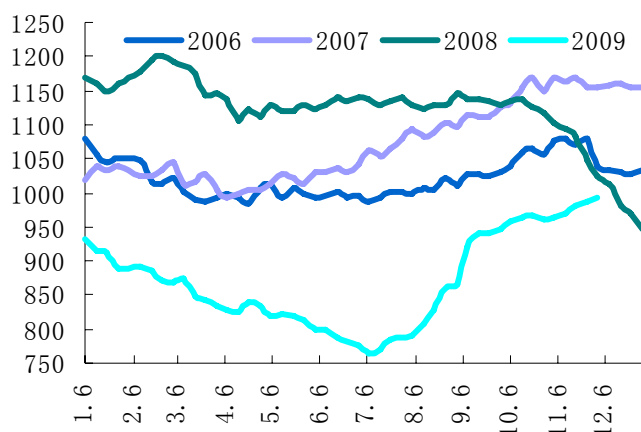
3、集装箱市场现状：盈利趋势仍不容乐观

随着欧美经济的回落，预计集装箱班轮公司在明后年将面临较大的盈利压力。

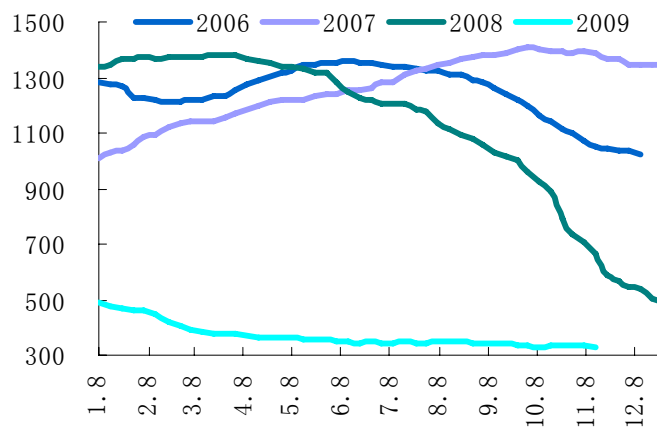
中国出口集装箱运输指数： 开始回升，显示中国出口开始好转。

但是我们关注另一个指标，我们就会发现行业并未出现明显的回升迹象。国际集装箱租船指数（HRCI），显示的是国际船公司之间或者是船公司和大客户之间的租赁价格。该指数可以做为班轮市场价格走势的先行指标。08 年 4 月份开始，该指数结束了连续一年多来的上涨态势，开始持续走低，目前该指数已跌破 330 点。过去的一年该指数都在持续下跌，仍未出现见底迹象。

集装箱行业有其自身的一些特点，这是制约行业的赢利能力的根本。集装箱行业是讲究覆盖和占有率，要在这个行业立足必须不断扩充运力提高市场覆盖，否则就会被淘汰。因此从航运企业的角度来说，不扩充运力，就会被市场淘汰；而大家都扩充运力必然造成行业的运力过剩。可以看到的是，过去几年里年集装箱航运需求一直保持较高的增长，但是集运公司普遍盈利不佳，和其自身特征不无关系。

图 21: 中国出口集装箱运输指数近年来走势


资料来源: 上海航交所、招商证券

图 22: 集装箱租船指数近年来走势


资料来源: 中贸物流网、招商证券

五、投资策略：干散货、油轮机会较大

1、干散货和油轮相关的公司

2010 年早期的干散货市场，存在较大机会。我们认为，2010 年上半年中国经济将处于扩展期，CPI 和 PPI 将逐步转正。在此背景下，钢铁行业有望走出低谷，从而进一步带动铁矿石的进口增长。但随着钢价和铁矿石价格上涨，这将需求产生一定的抑制作用。特别是其间政府还可能进行一定的宏观调控，将进一步抑制需求。而从船舶供给的角度考虑，市场的繁荣将加速新船的交付，这个因素的影响将在 2010 年逐步加深。

油轮市场逐渐复苏。我们认为，欧美等发达国家经济进入快速复苏期，在这个经济阶段，油轮的需求开始显著回升。而从船舶供给的角度考虑，2010 年单壳船淘汰将减少一部分运力，这会对油轮市场产生一定的积极作用。总的来说，2010 年较 2009 年有所回升还是大概率事件。

表 7：业内 A 股公司估值比较

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	PB	投资评级
中远航运	11.43	1.11	0.20	0.36	58.1	31.4	3.4	审慎推荐-A
中国远洋	15.28	1.06	-0.29	0.03	-	509.3	3.1	审慎推荐-A
中海发展	15.27	1.59	0.35	0.46	43.6	33.2	2.4	审慎推荐-A
招商轮船	5.89	0.36	0.16	0.29	36.8	20.3	2.1	审慎推荐-A
长航油运	7.58	0.37	0.08	0.24	94.8	31.6	2.7	中性 A
宁波海运	6.04	0.35	0.12	0.13	50.3	45.3	2.8	审慎推荐-B
中海海盛	9.59	0.23	0.16	0.22	59.9	43.6	3.8	中性 B
中海集运	5.02	0.01	-0.13	-0.05	-	-	1.9	中性-A
平均值		0.64	0.08	0.21	57.3	102.1	2.8	

资料来源：招商证券

2、重点公司点评：

（1）中海发展：受益于油轮和沿海市场的回升

- **公司主要经营油轮和沿海干散货业务。**
- **油轮业务有望明显复苏。**随着欧美经济的回暖，油轮业务的景气回升可能正逐步加大，我们预计 2010 年 WS 回升幅度在 20% 左右。而且，明年公司油轮有效运力的增长将达到 35% 以上，这将进一步推动公司业绩回升。
- **沿海电煤炭业务有望超出市场预期。**基于目前的沿海市场和 BDI 运行情况，我们预计公司 2010 年度内贸煤运价谈判可能超出市场预期，出现小幅上涨。
- **公司的赢利预期：**2009 年是公司非常困难的一年，油轮行业景气度大幅下滑，仅靠公司的沿海干散货 COA 合同苦苦支撑。展望 2010 年，油轮市场景气有望有所回升，加上公司可用运力将大幅增长，油轮业绩回升可期。而且公司沿海电煤业务有望超预期小幅提价。我们保守预计公司 2010 年 EPS 将达到 0.64 元。

表 8: 中海发展盈利预测

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	12687	17562	9367	11360	13768
同比增长	34%	38%	-47%	21%	21%
营业利润(百万元)	4953	6023	1840	2710	3781
同比增长	58%	22%	-69%	47%	40%
净利润(百万元)	4596	5373	1514	2170	2947
同比增长	66%	17%	-72%	43%	36%
每股收益(元)	1.38	1.58	0.44	0.64	0.87
P/E(倍)	11.1	9.7	34.3	24.0	17.6
P/B(倍)	3.2	2.4	2.3	2.1	2.0

资料来源: 招商证券

(2) 中国远洋: 业务有望全面复苏

- 中长期来看, 中国远洋所从事的干散货航运和集装箱航运业需求将随着全球经济的好转而复苏, 但仍将受到运力过剩和激烈竞争的困扰。
- **2010 年干散货市场可以乐观:** 中国经济的复苏可能较市场预期更为强劲, 更多的基础材料的进口将对干散货市场构成有力支撑。我们预计 2010 年 BDI 均值维持在 3500 点水平, 公司干散货业务综合赢利 50 亿元左右。
- **2010 年集装箱市场复苏明显, 预计扭亏。** 集装箱市场的需求主要在欧美, 从经济情况来看, 我们认为, 需求的复苏力度比干散货相对更弱。但需求毕竟在持续好转, 我们判断集装箱市场在 2010 年恢复到盈亏平衡点附近。
- 基于对于干散货业务的预期调整, 我们大幅上调公司赢利预测。

表 9: 中国远洋盈利预测

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	93880	114968	58032	79290	87615
同比增长	159%	22%	-50%	37%	11%
营业利润(百万元)	24226	19605	(2403)	10595	12208
同比增长	1200%	-19%	-112%	-541%	15%
净利润(百万元)	19110	10830	-4542	5771	6900
同比增长	1463%	-43%	-142%	-227%	20%
每股收益(元)	1.87	1.06	-0.44	0.56	0.68
P/E(倍)	8.2	14.4	N.A.	27.1	22.6
P/B(倍)	3.5	3.0	3.1	2.9	2.6

资料来源: 招商证券

(3) 中远航运: 航运业内长期最看好的公司

- 我们认为中远航运是航运业内最有特色, 业绩抗波动性最强的上市公司。理由主要是以下三点:
- 公司的半潜船、重吊船处于航运干货市场的最高端, 由于未来运力交付较少, 市场仍将处于相对景气状况。
- 公司杂货船和多用途船的回程货受 BDI 直接影响, 干散货市场走强, 公司可以直接

受益。

- 中国机械设备出口将有望逐步改善。公司的多用途船将明显受益。

表 10: 中远航运盈利预测

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	5325	6901	4103	4923	6154
同比增长	38%	30%	-41%	20%	25%
营业利润(百万元)	1357	1736	157	365	662
同比增长	73%	28%	-91%	133%	81%
净利润(百万元)	1074	1448	174	318	550
同比增长	84%	35%	-88%	83%	73%
每股收益(元)	1.64	1.11	0.13	0.24	0.42
P/E(倍)	6.5	9.6	79.9	43.7	25.3
P/B(倍)	2.1	3.2	3.3	3.1	2.9

资料来源: 招商证券

(4) 招商轮船: 从事油轮和干散货运输的低估值品种

- **公司主要经营油轮和干散货业务。**随着欧美经济的回暖, 油轮业务的景气回升可能正逐步加大, 我们预计 2010 年 WS 回升幅度在 20% 左右。而且, 明年公司油轮有效运力的增长将达到 30% 以上, 这将进一步推动公司业绩回升。
- **截止 2009 年 10 月, 公司主要拥有油轮、散货船和参股的 LNG 船公司。**油轮是公司的主要运营资产: 油轮 17 艘, 共 340 万载重吨。另有订单 6 艘, 共 160 万载重吨。**散货船:** 拥有散货船 14 艘, 共 70 万载重吨。另有订单 7 艘, 全部为 18 万载重吨的 CAPESIZE 型散货船, 运力达 126 万载重吨。**LNG 船:** 拥有 LNG 船 4 艘, 尚有 1 艘将于 2009 年和 2010 年投入运营。
- **公司的赢利预期:** 2009 年是公司非常困难的一年, 首先是油轮行业景气度大幅下滑, 其次公司新船尚未到位, 而老船改造也未完成, 导致公司油轮业绩急剧下降。而公司干散货业务由于市场低迷, 加上在较低点位锁定了部分运力, 导致赢利不佳。展望 2010 年, 油轮市场景气有望有所回升, 加上公司可用运力大幅增长, 业绩回升可期。我们预计公司 2009 年 EPS 为 0.16 元, 2010 年 EPS 将达到 0.29 元。估值水平位于同业上市公司低端。

表 11: 招商轮船盈利预测

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	2421	3211	1747	2576	3295
同比增长	-1%	33%	-46%	47%	28%
营业利润(百万元)	896	1313	559	1067	1355
同比增长	-9%	47%	-57%	91%	27%
净利润(百万元)	848	1233	559	990	1226
同比增长	-4%	45%	-55%	77%	24%
每股收益(元)	0.25	0.36	0.16	0.29	0.36
P/E(倍)	20.6	14.2	31.3	17.7	14.3
P/B(倍)	2.0	1.9	1.9	1.8	1.6

资料来源: 招商证券

分析师简介

罗雄，长期从事交运行业研究，深刻了解行业变化趋势。对行业内多家优质上市公司进行了长期的跟踪和研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。