

湘财证券研究所

交通运输行业

刘正

Tel: 021-68634510-8078

E-Mail: lz2941@xcsc.com

刘江渝

Tel: 021-68634510-8278

E-Mail: ljj2775@xcsc.com

行业指数市场表现



相关研究报告

《2010 年航运业投资策略：迎接新周期元年》

投资要点

□ 全球经济支撑航运业复苏大趋势

1 月 IMF 调升了 2010 年全球经济增长速度至 3.9%，同时认为全球贸易量将增长 5.8%，相比 2009 年下降 10% 以上有明显的改观。主要经济体最新的 PMI 亦表示未来一个季度经济仍将继续扩张，经济增长背景下的贸易量扩张有利于支撑全球航运业复苏大趋势。

□ 航运业一季度总体表现良好

除好望角型船运费和沿海散货市场运费指数均值环比下跌外，油运、集运和其他干散货船型运费均值同比和环比均有不同程度的提升。其中，BDTI 均值扣除基准费率调升影响后环比升 24%，同比方面巴拿马型船运费均值升幅近 200%。

□ 细分行业中更看好原油运输和煤炭等运输市场前景

随着中国原油进口的增加和美国原油需求的回暖及供给压力的减轻，国际原油运输市场未来复苏空间较大，我们预计 2010 年原油运费水平将有 30~50% 的提升空间。此外，我们也关注到近期巴拿马型和超灵便型干散货船运费升势较好，预计在中国煤炭进口和全球谷物海运需求的推动下仍有进一步的上升空间。但我们对好望角型船和集运运力的过快增长表示担忧，但仍然判断运费持续下降的空间较小，总体上也将呈现复苏态势。最后，应该关注到燃油成本的上升对航运业业绩恢复造成的不利影响。

□ 投资建议：当前是配置航运股的良机

我们对航运业复苏前景依然乐观，预计航运业未来将保持 3~5 年的上升周期。我们认为当前的时间点航运股具备较高的安全边际和投资价值。考虑到不到提升的运费水平，及根据对我国资源品进口大趋势和装备制造业未来出口空间巨大，以及航运企业自身运力的快速发展和稳健的资产负债表的判断，我们重点推荐中海发展、中远航运和招商轮船。

主要 A 股航运上市公司估值和投资评级

股票代码	公司名称	评级	当前价	目标价	当年收益		EPS			PE		PB	ROE	52 周区间	
					空间	(%)	2008	2009E	2010E	2009	2010E			最高/最低	
601919.SH	中国远洋	买入	13.01	19.60	50.65%	(5.93)	1.06	(0.47)	0.56	n.a	23	2.55	(10.96)	20.21	11.02
600428.SH	中远航运	买入	10.70	15.00	40.19%	1.52	1.11	0.11	0.60	97	18	3.31	2.35	15.78	9.01
600026.SH	中海发展	买入	13.13	21.30	62.22%	(8.95)	1.58	0.31	0.90	42	15	2.09	4.25	18.79	10.98
601872.SH	招商轮船	增持	5.75	7.50	30.43%	1.95	0.36	0.10	0.29	58	20	2.09	3.70	6.90	4.75
601866.SH	中海集运	增持	4.78	6.03	26.15%	3.46	0.01	(0.48)	0.12	n.a	40	1.76	(18.44)	6.44	3.95
002320.SZ	海峡股份	中性	62.80	46.00	-26.75%	30.53	0.82	1.16	1.15	54	55	5.85	13.58	65.10	39.01
600087.SH	长航油运	中性	6.74	7.00	3.86%	(10.13)	0.37	0.01	0.17	674	40	2.50	0.10	8.55	5.36

目 录

宏观经济环境仍将支撑航运业复苏大趋势.....	4
人民币汇率问题：施压集运，有利货运和油运.....	4
航运业一季度总体表现良好.....	5
煤炭等将成为干散货海运市场热点货种.....	6
不断攀升的铁矿石价格将对海运需求形成挤出效应	6
煤炭等运输需求旺盛支撑巴拿马型和灵便型船运费攀升	8
沿海散货航运市场长期分割局面将被逐渐打破.....	9
集运二季度集仍可乐观.....	11
贸易格局转变不改集运绝对形势的好转	11
运力供给压力对不断复苏的集运形成挑战	12
集运总体复苏态势仍可期待，有望继续量价齐升	13
油运复苏的确定性较高.....	14
供求关系改善明显，未来油运市场乐观	14
燃油成本隐忧再起	15
投资建议：珍惜买入机会.....	16

图表目录

图 1 全球主要经济体经济先行指标 PMI 继续走高.....	4
图 2 我国煤炭进口量 2009 年大增.....	5
图 3 我国铁矿石进口量 2009 年却再次加速.....	5
图 4 主要运费指数 1 季度均值同比有不同程度的上升.....	6
图 5 不断攀升的铁矿石到岸价格.....	7
图 6 铁矿石出口中心转向澳洲.....	8
图 7 好望角型船运费对 BDI 指数形成拖累.....	8
图 8 巴拿马型和超灵便型船运费持续显著回升.....	9
图 9 巴拿马型和超灵便型船运费持续显著回升.....	9
图 10 沿海散货运费指数走势.....	10
图 11 火电发电量及同比增速.....	10
图 12 再次收窄的贸易顺差.....	11
图 13 我国新出口订单指数再次上升.....	12
图 14 集运运力未来 3 年显著增加.....	12
图 15 中国出口集装箱运费指数 CCFI 走势.....	13
图 16 中国出口集装箱运费指数 CCFI 欧地航线走势.....	13
图 17 欧洲航线运费指数强劲回升.....	14
图 18 我国原油进口依然强劲.....	14
图 19 美国周原油进口量出现下降.....	14
图 20 波罗的海原油和成品油运费指数.....	15
图 21 新加坡-日本 3 万吨 MR 运费指数.....	15
图 22 中东-日本 26 万吨原油运费指数.....	15
图 23 新加坡 380#燃油和纽约原油期货走势.....	16
图 24 主要航运股 60 交易日市场表现.....	21
表 1 各子行业运费总体上不断上升.....	6
表 2 燃油平均价格显著回升.....	16
表 3 航运行业主要运费指数表现一览表.....	20
表 4 国际可比公司估值.....	22

2010 年全球贸易量将增长 5.8%，而 2009 年则下滑超过 10%

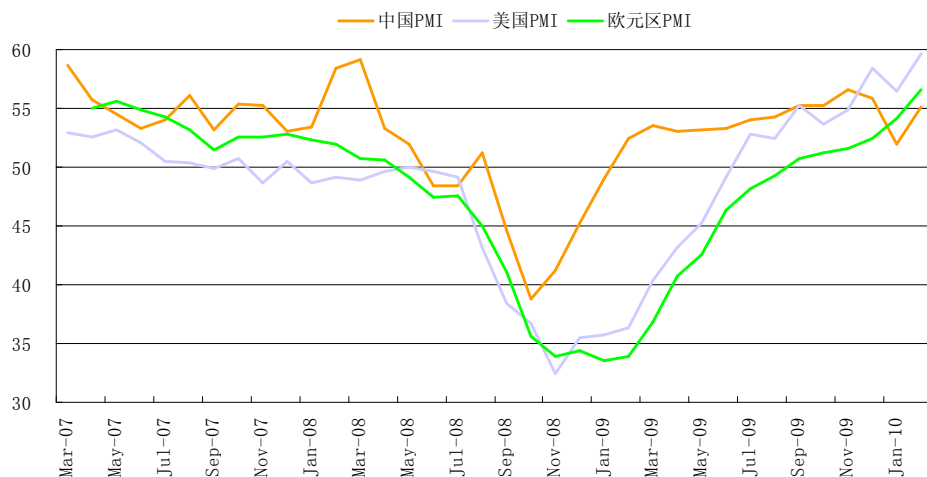
宏观经济环境仍将支撑航运业复苏大趋势

尽管全球经济仍在经历如希腊债务危机等金融危机余威的不利影响，以及经济学家担忧全球经济刺激政策退出后给经济复苏前景蒙上阴影，但以中国为首的新兴经济体重新步入经济强劲增长轨道和欧美经济的逐渐复苏，全球贸易量将扭转 2009 年下滑态势，从而支撑航运业需求的不断增长。

实际上国际货币基金组织（IMF）1 月底已经认为经济复苏的力度比预期更为强劲，同时对此前的全球经济增速预测上调 0.8 个百分点至 3.9%，而我国经济增速则将达到 10%，比此前的预测调升了 1 个百分点。世界贸易量变化比经济增长更具有弹性，IMF 将贸易量的预测提升幅度更是高于经济增长速度，预计 2010 年和 2011 年全球贸易量将分别增长 5.8% 和 6.3%，分别调升 3.3 个百分点和 1.1 个百分点。

最新的经济先行指标也表明未来全球经济仍将向好，中国和欧美的 4 月份 PMI 走高。我国 PMI 连续 13 个月维持在 50% 以上，显示出我国经济重新进入经济增长快车道（湘财宏观研究观点），而美国更是达到 2004 年以来的最高点。预计发达经济体的复苏趋势在未来仍将延续，经济的增长和全球贸易量的增加将使航运业复苏态势得到延续。

图 1 全球主要经济体经济先行指标 PMI 继续走高



数据来源：BLOOMBERG，湘财证券研究所

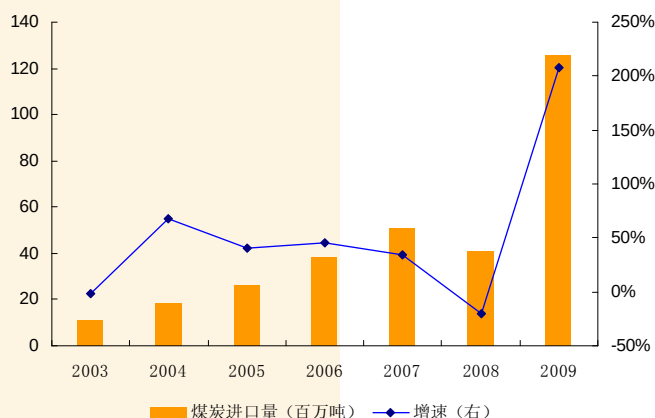
人民币汇率问题：施压集运，有利货运和油运

人民币在未来某一个时点存在再次升值的较大可能性，对我国的航运业格局产生不同影响。人民币未来的升值对进出口形势起到两方面的作用，一是对出口起到雪上加霜的作用，而对进口起到锦上添花的作用，具体海运上则是施压集运，有

人民币对美元升值正面影响
表现为进口资源品价格的下降，从而刺激进口的增加

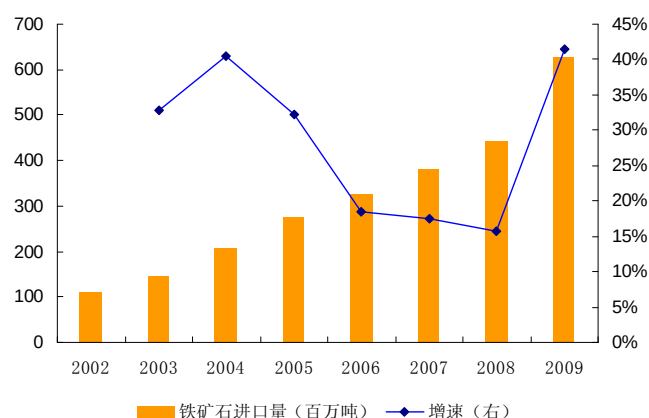
利货运和油运。集运的增长已经早在 2006 年就增速放缓，虽然近几个月反弹，但如果未来人民币升值，对于我国不具竞争力、利润较薄的出口部门来讲将是与劳动力和原材料上涨一起形成巨大压力，从而不利于集运形势的长期发展。而原油、铁矿石和煤炭则因价格的相对下降导致进口的增加，从而提升海运量的需求。我们仍然认为，无论人民币是否升值，我国集装箱业务的快速增长时期已过，而如煤炭进口和原油进口还有较大的增长空间。长期来看，人民币升值因素不利集运，而有利于油运和货运业务。

图 2 我国煤炭进口量 2009 年大增



数据来源：国家统计局，湘财证券研究所

图 3 我国铁矿石进口量 2009 年再次加速



数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

航运业一季度总体表现良好

复苏时间不一致导致各子行业
运费表现存在差异

随着需求从低谷的不断回升，航运业各子行业总体上出现不同程度的回暖。由于受到中国强劲的铁矿石进口需求支撑，国际干散货运费率先反弹，带动 BDI 指数均值在 2009 年的 2 季度攀升 74%。油运和集运也相继从底部回升，连续 3 个季度出现持续运费上涨趋势。2010 年一季度，国际干散货市场中受到煤炭和谷物运输需求的强劲带动，巴拿马型和灵便型船运费继续攀升，但 BDI 指数却受累 BCI 的疲软，出现了 3% 的环比下降，但油运表现较为良好，BDTI 和 BCTI 环比升 24% 和 19%。

表 1 各子行业运费总体上不断上升

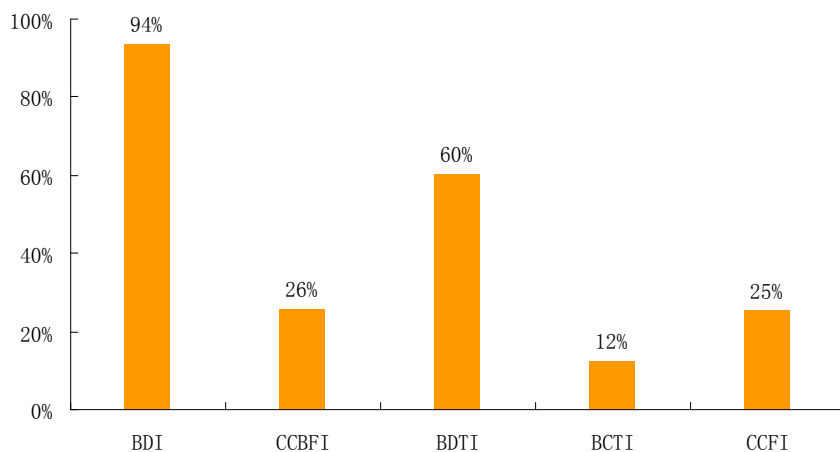
		运费指数均值				环比升幅			
		09. 2Q	09. 3Q	09. 4Q	10. 1Q	09. 2Q	09. 3Q	09. 4Q	10. 1Q
干散货	BDI	2, 714	3046	3, 123	3, 025	73. 75%	12. 23%	2. 53%	-3. 14%
	CCBFI	1, 087	1116	1, 519	1, 444	-5. 15%	2. 67%	36. 11%	-4. 94%
油运	BDTI	527	505	646	803	5. 19%	-4. 17%	27. 92%	24. 30%
	BCTI	431	458	510	606	-20. 04%	6. 26%	11. 35%	18. 82%
集运	CCFI	806	861	978	1, 094	-7. 78%	6. 82%	13. 59%	11. 86%

数据来源：BLOOMBERG，WIND 资讯，湘财证券研究所

注：BDTI 和 BCTI 指数均值已经扣除基准调升的影响

从各主要子行业 2010 年 1 季度同比分析，BDI 指数和 BDTI 指数同比升幅最高，分别为 94%和 60%，其中 BDI 指数中的巴拿马型船运费指数均值同比升幅更是达到 196%。而成品油运费指数（BCTI）和我国沿海散货运费指数（CCBFI）相对升幅较低。从运费的表现来看，我们认为航运行业复苏的趋势已经确立，正如我们在年度策略中所提的那样，2010 年将是航运行业新周期的元年，全球贸易量的增加将带动海运需求回暖，从而使行业步入一个上升周期。我们预计，虽然未来航运市场受到运力供给的影响还将有波动，但总体复苏大趋势不会改变。

图 4 主要运费指数 1 季度均值同比有不同程度的上升



数据来源：BLOOMBERG，WIND 资讯，湘财证券研究所

煤炭和粮食将成为干散货海运市场热点货种

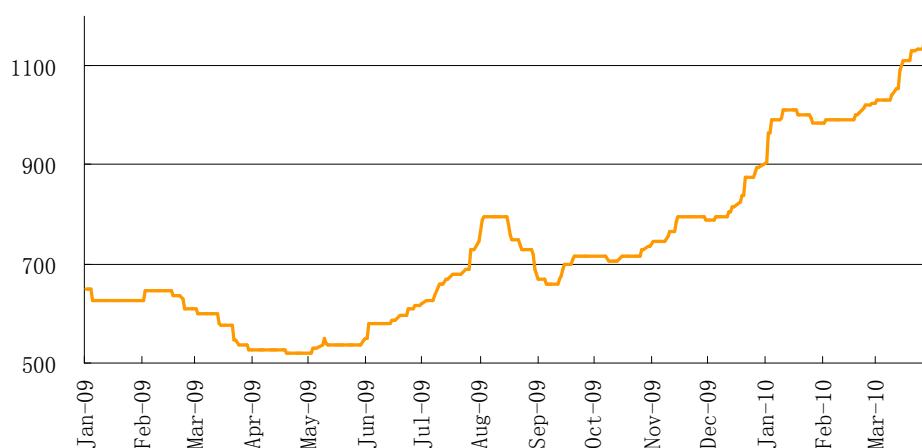
不断攀升的铁矿石价格将对海运需求形成挤出效应

2009 年 5 月份以来铁矿石现货价格不断上涨，预计 2010 年铁矿石长协价格将显著

我国铁矿石进口增速将下降

上涨。我国铁矿石进口量超过 6 亿吨，2009 年对外依存度近 70%，占全球贸易量的 65%。而从当前的铁矿石谈判看，中国仍受制于进口量仅 1 亿吨的日本和三大矿山之间的谈判。目前局面对好望角型的不利影响体现在，我们认为我国铁矿石对外依存度已经很高，未来难有再提升的空间，因此进口增速难以超越我国铁矿石总体需求的增速；二是铁矿石价格的攀升将会刺激国内铁矿石的探矿和开采量，对进口铁矿石形成反向替代；三是在汽车产业经历高速增长后，以及房地产企业面临巨大政策调整压力背景下，2009 年汽车和房地产产业的超预期增长很难继续维持，从而对铁矿石需求形成牵制。因此我们判断我国铁矿石进口量将会放缓，甚至不排除出现下降的因素。

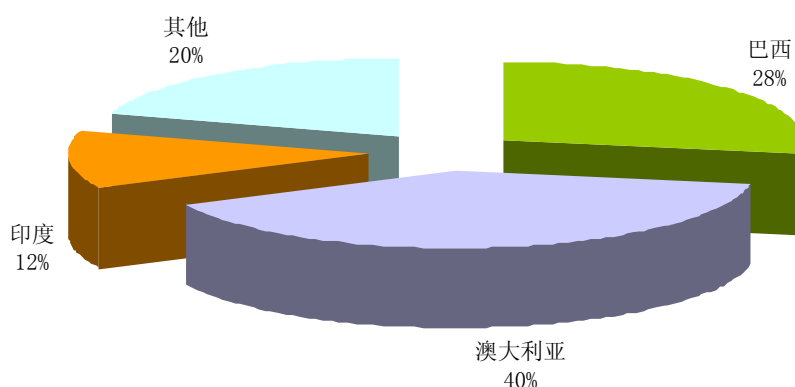
图 5 不断攀升的铁矿石到岸价格



数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

另一方面，两大铁矿石出口国巴西和澳大利亚出口比例此消彼长，2010 年澳大利亚出口量占比 40%，比 2008 年大幅度提升 8 个百分点，而巴西则下降超过 5 个百分点至不足 28%，距主要目的地中国和日本的平均运距出现显著下降，显示出海运需求相应的下降。未来我国将会继续分散铁矿石进口的集中度，降低对三大矿山的依赖度，预计对南美和非洲的铁矿石进口力度会有提高，此举则将有利于海运需求的增加。

图 6 铁矿石出口中心转向澳洲

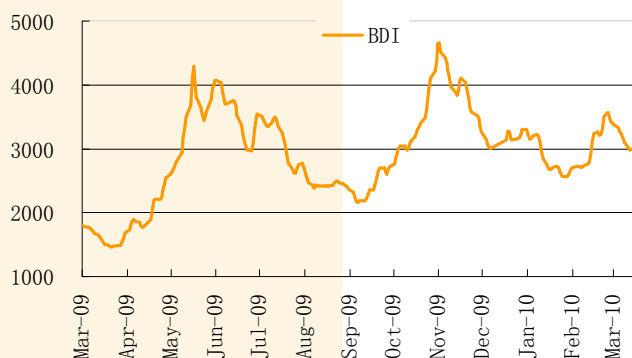


数据来源：CEIC，湘财证券研究所

好望角型船运力还将显著增长

而实际上供给方面亦对好望角型船造成巨大的压力。据克拉克森的数据，新船订单占现有好望角型船运力比例高达 84%，远远高于其他船型。陆续交付的新船对好望角型船运费的回升起到了很大的压制作用。尽管铁矿石运输需求不断回升，但近 4 个月来 BCI 指数走势却非常的疲软，拖累了 BDI 指数成为三个子行业中一季度均值唯一环比下降的指数。尽管如此，我们并不认为未来 2 季度甚至全年 BCI 指数会有下探空间，预计出现的新生需求将会逐渐消化掉不断增加的运力供给。

图 7 好望角型船运费对 BDI 指数形成拖累



数据来源：BLOOMBERG，湘财证券研究所

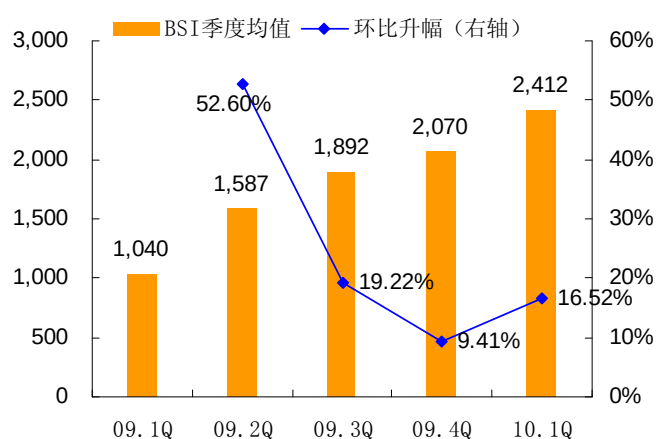
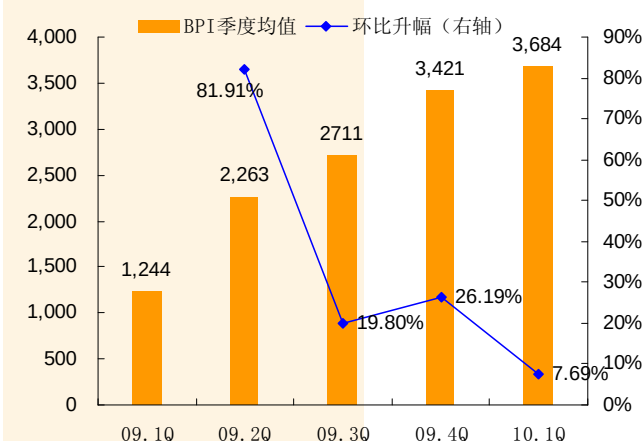
煤炭等运输需求旺盛支撑巴拿马型和灵便型船运费攀升

我们之前曾分析我国煤炭进口将成为影响国际干散货航运市场的另一因素，而实际情况正是如此。2009 年下半年以来，我国煤炭进口量月均 1345 万吨，增长非常强劲。未来我国煤炭进口仍有较大的增长空间，主要原因是我国煤炭进口基数较低，二是我国主要产煤地区采掘成本和安全问题不断增加，三是煤电关系的紧

我国煤炭进口的显著增加还将对 BPI 和 BSI 形成支撑

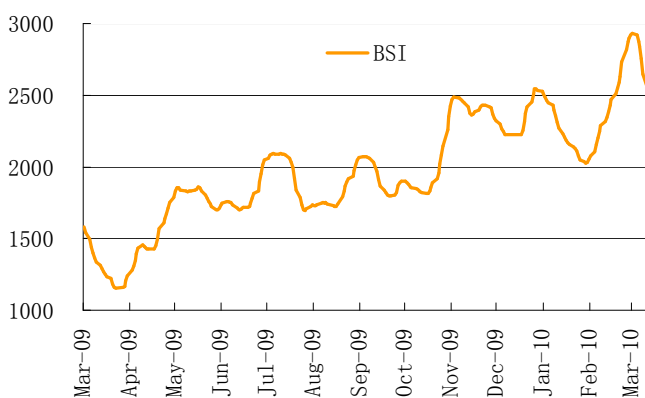
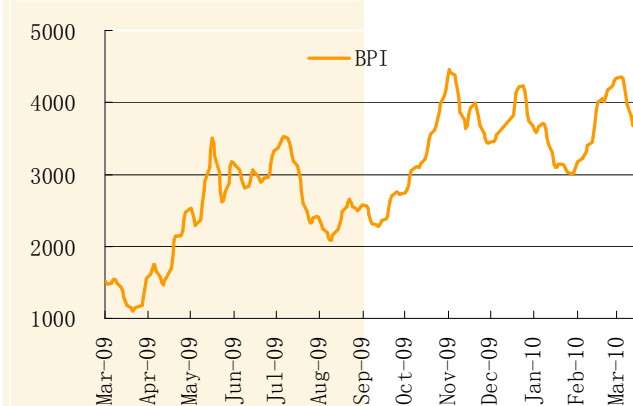
张，发电企业需要寻找新的煤炭来源。我国强劲的煤炭进口量对巴拿马型船运费起到推动作用，加上经济的复苏，巴拿马型和灵便型船运费指数表现强劲。目前来看，巴拿马型船和（超）灵便型船未来的表现仍然较为乐观。除了需求的不断增长之外，运力增长压力相对较轻也是支持未来市场不断走好的因素。

图 8 巴拿马型和超灵便型船运费持续显著回升



数据来源：BLOOMBERG，湘财证券研究所

图 9 巴拿马型和超灵便型船运费持续显著回升



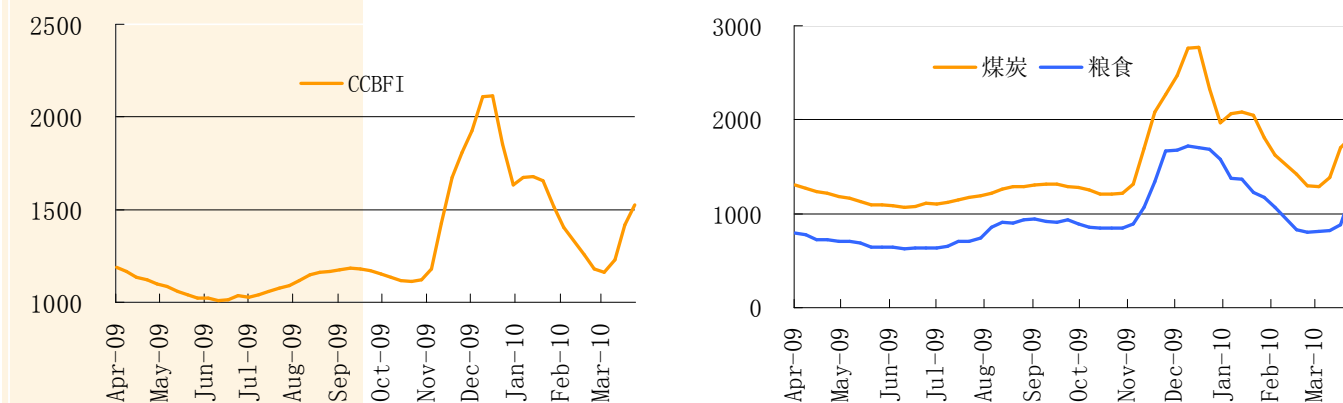
数据来源：BLOOMBERG，湘财证券研究所

沿海散货航运市场长期分割局面将被逐渐打破

由于存在对航运市场高景气度时利润的垂涎，航运下游企业纷纷进入该市场，较低的进入门槛导致运力增长较快，形成了我国沿海运输市场自身的运行模式。但我们认为这种局面将逐渐被打破，因为主要航运企业未来新增运力能够同时从事沿海和国际航线的运输，如果两个市场运费有显著差异，主要航运企业必然对两个市场运力进行调配，从而促使两个市场运费逐渐走向统一。

一季度总体来看，沿海航运市场出现了持续性的高位下滑的局面，这与沿海供需形势的改变有关。一是一季度我煤炭进口量的增加形成了对沿海煤炭运输需求的替代，二是南方电厂 2 月份发电量相对较低。

图 10 沿海散货运费指数走势

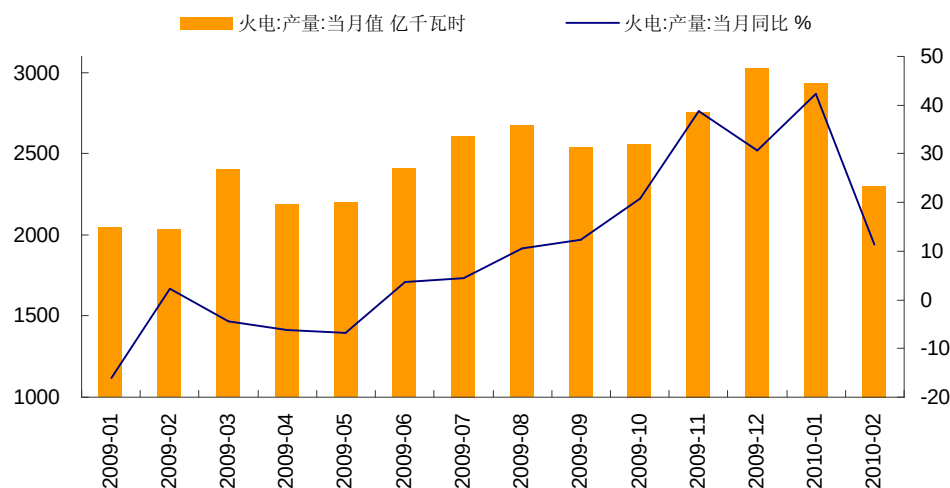


数据来源：上海航运交易所，湘财证券研究所

沿海煤炭运费在二季度还将走高

未来，我们认为沿海散货运输市场还将会逐渐的放开，市场竞争将趋于多元化，如中海发展在沿海市场的地位亦越来越受到挑战，尽管改变策略采取与大货主合营的方式，但仍然是变相的放弃了原先的市场份额。我们预计在需求和国际市场走好的刺激下沿海运输市场走势全年来看应该有一定的改善，运费水平在 2 季度将会走高。我们做出这样的判断主要缘于 3 月起火电发电量将会再次上升，沿海电煤运输需求继续增加，此外国际同类船型的运费水平维持在相当高位。

图 11 火电发电量及同比增速



数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

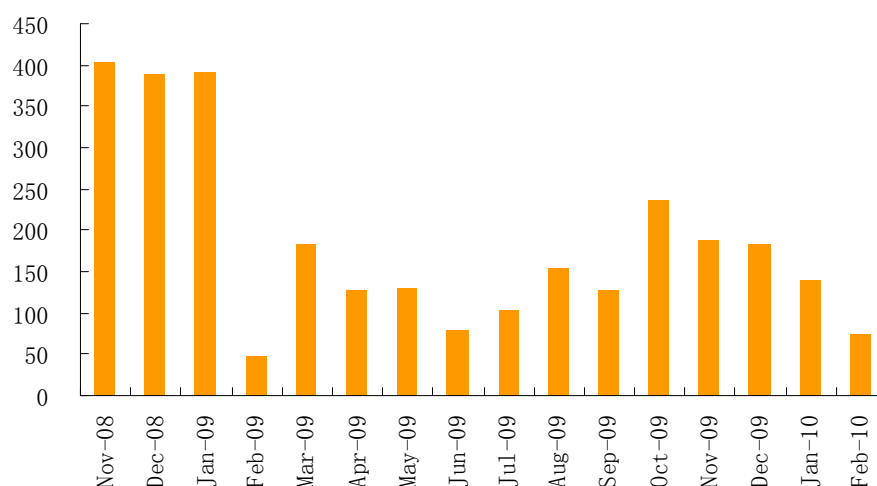
集运受困于我国贸易格局转变及运力增长

集运二季度集仍可乐观

贸易格局转变不改集运绝对形势的好转

我国的贸易顺差已经从 2008 年底的 400 亿美元缩窄至 2 月份的 76 亿美元, 预计 3 月份有可能出现逆差, 这或预示着我国贸易格局的变化。主要原因是国内外经济差异的表现, 国内经济的强劲表现形成了对资源品进口的大幅度增加, 而欧美经济的复苏则相对缓慢, 导致我国出口表现不及进口表现。这种贸易格局的转变关乎集运形势的变化, 远期集装箱生成量增长将会乏力, 从而形成对集装箱业务增长的牵制。

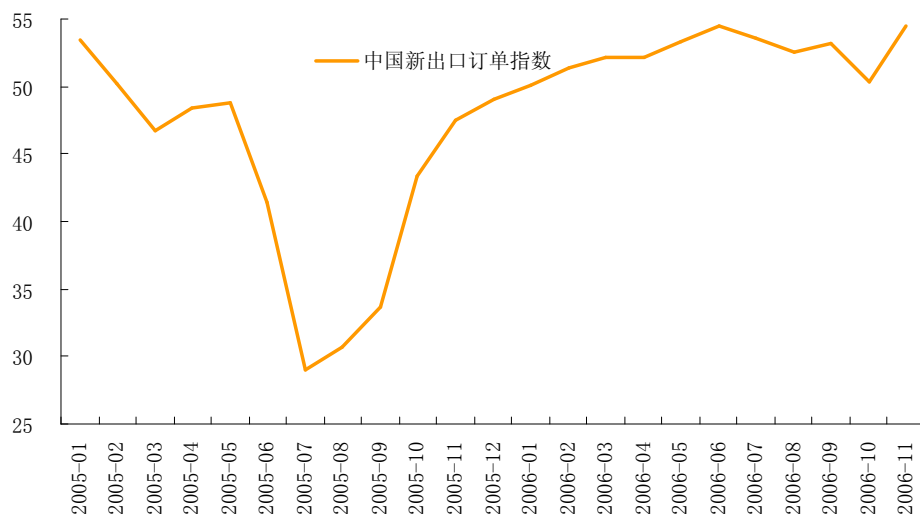
图 12 再次收窄的贸易顺差



数据来源: WIND 资讯, 湘财证券研究所

不过, 格局的暂时转变不能改变我国对外出口形势的绝对好转。4 月份我国新出口订单指数在连续两个月下降后重新上升至 2005 年 7 月份以来的最高点。而欧美经济正逐渐的好转, 如美国失业率出现下降和非农就业数据的增加均预示着美国经济的回升。预计我国对欧洲集运形势改善后, 二季度北美航线也将迎来新的契机。

图 13 我国新出口订单指数再次上升

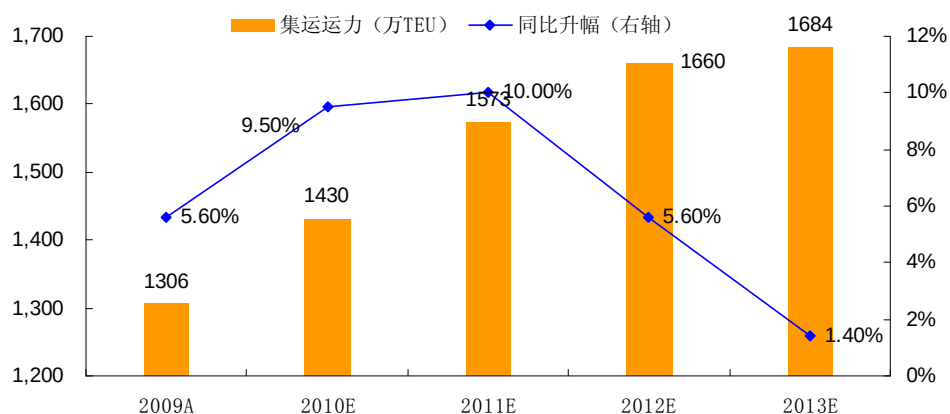


数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

运力供给压力对不断复苏的集运形成挑战

集运复苏的道路上随时面临运力突然增加带来的压力。尽管亚洲如台湾地区和日本集运公司在过去的一年显著淘汰了运力，但总体来看未来 3 年运力压力仍然很大。2010 年和 2011 年新船交付量将达 160 万 TEU 左右，而 2012 年还将超过 100 万 TEU，3 年合计超过 300 万 TEU，约相当于 7 个中海集运当前的运力。且单从中海集运看，2011 年将有 8 艘 1.3 万 TEU 集装箱船合计超过 10 万 TEU 的运力投入到欧洲航线。我们认为该航线未来将继续显著受制于运力的增长。

图 14 集运运力未来 3 年显著增加

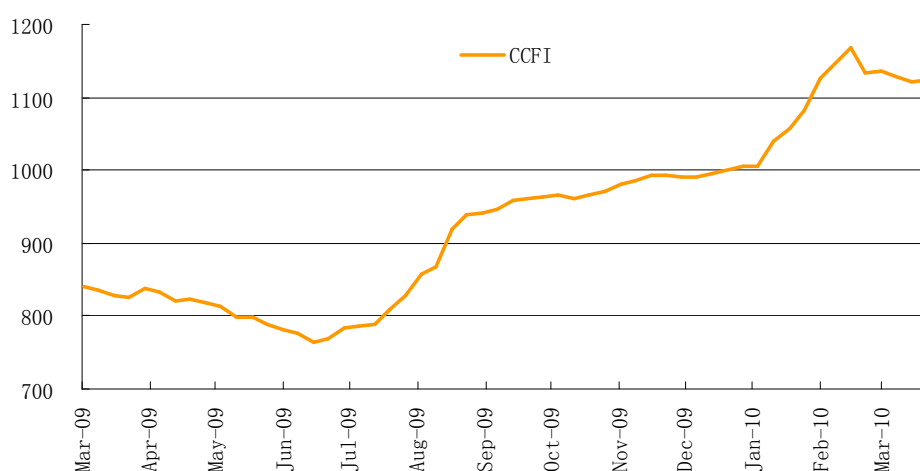


数据来源：Axs-alphaliner，湘财证券研究所

集运总体复苏态势仍可期待，有望继续量价齐升

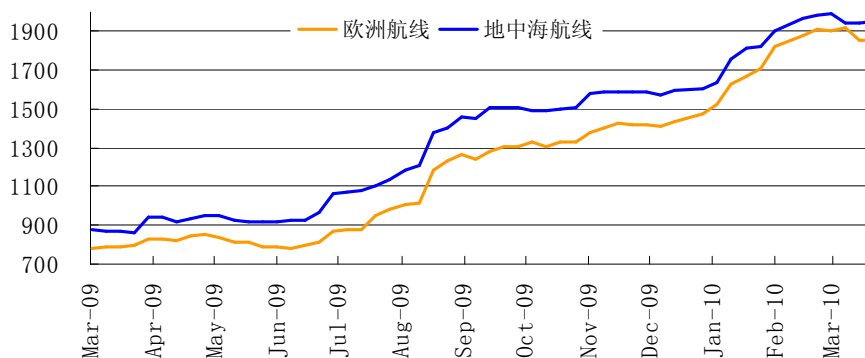
运力压力的存在可以通过多种方式进行缓解。首先是全球经济的复苏带来的箱量的增加，如 ELAA 预计 2010 年欧洲航线上运输需求将增长 10.6% 至 112.6 万 TEU，其次是班轮公司自身通过降低航速优化航线降低运力供给，最后是班轮联盟自己通过协议维持运费水平。目前来看，全球经济的复苏尤其是欧美经济和其他新兴经济体贸易的增长是影响集运的关键形势。我们预计 2 季度北美航线运费仍有提升空间，且在集运需求好转的背景下，运量和运价有望继续实现好转。

图 15 中国出口集装箱运费指数 CCFI 走势



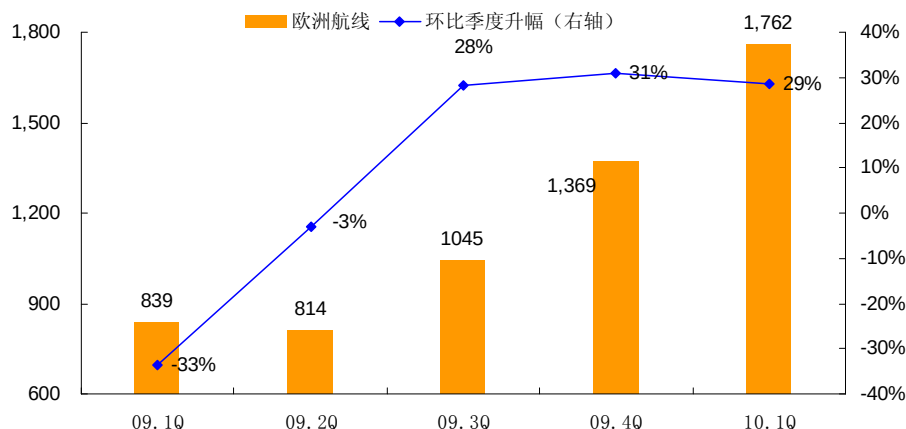
数据来源：中华航运网，湘财证券研究所

图 16 中国出口集装箱运费指数 CCFI 欧地航线走势



数据来源：中华航运网，湘财证券研究所

图 17 欧洲航线运费指数强劲回升



数据来源：中华航运网，湘财证券研究所

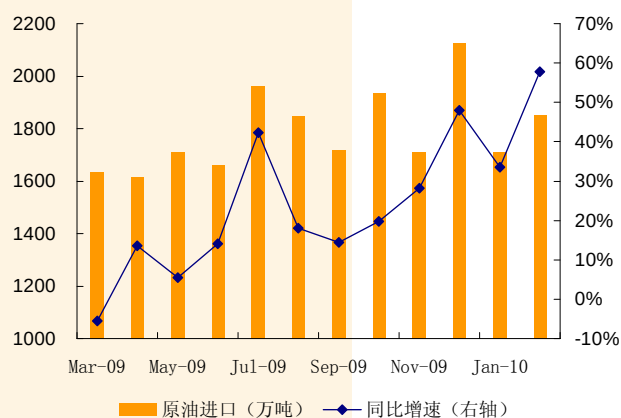
油运复苏的确定性较高

缘于供求关系的改善，我们乐观看待未来油运市场

美国原油进口量有望继续恢复，但美国声称开发近海油气田对油运长期不利

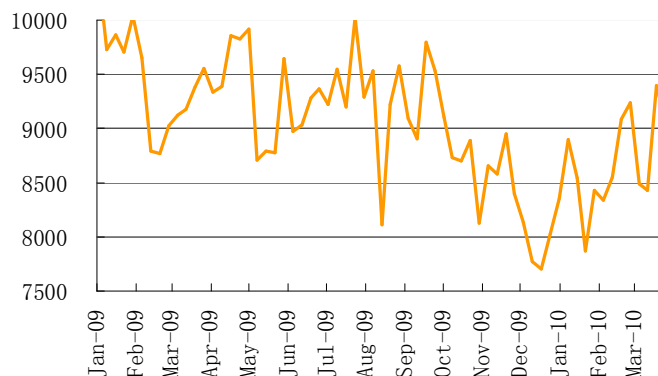
主要能源消费国原油运输需求好转。我国原油进口增速在过去的12个月里不断上升，虽然未来可能会因为基数的原因有所放缓，但我国不断增加的对外能源依存度仍表明进口量仍然有较大的增长空间。此外，美国能源消费随着经济的好转不断增加，进口量总体上已经扭转下跌趋势，周原油进口量出现上升趋势。预计未来主要能源消费国的原油进口将出现上升，油运需求继续回暖。我们预计2010年全球油运量将同比将出现5%以上的增长。不过，近期美国表示将放开多个沿海油气田的开发，如果开发超出预期，不排除长期降低美国能源进口量的可能，从而对油运市场形成不利影响。

图 18 我国原油进口依然强劲



数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

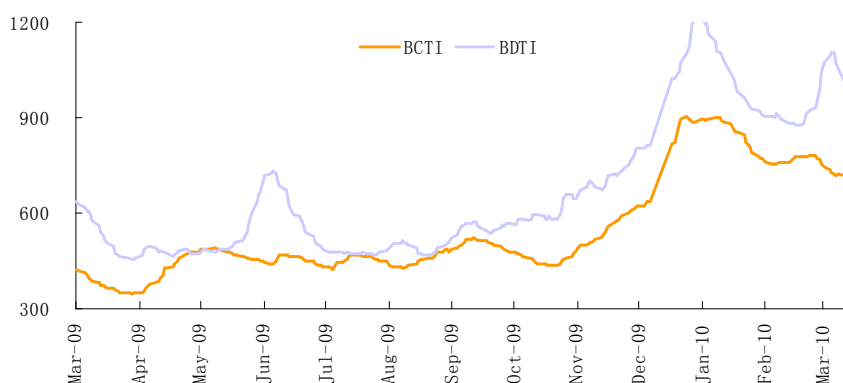
图 19 美国周原油进口量出现下降



数据来源：EIA，湘财证券研究所

实际上原油运费的走势正是说明了需求的不断好转。考虑到油运市场尤其是原油运输市场供给形势的好转，油运长期走势相对看好。根据彭博社数据，目前新船订单运力占现有运力的比例已由 40% 上方回落至 29% 附近，而据克拉克森的预测，2010 年供求的增长速度基本一致，2011 年供给速度仍然较快，而 2012 年起增长速度将会逆转。我们判断二季度油运在盘整后运费会进一步上升。预计全年平均运费水平将同比上升 30-50%。

图 20 波罗的海原油和成品油运费指数



数据来源：BLOOMBERG，湘财证券研究所

图 21 新加坡-日本 3 万吨 MR 运费指数



数据来源：BLOOMBERG，湘财证券研究所

图 22 中东-日本 26 万吨原油运费指数



数据来源：BLOOMBERG，湘财证券研究所

燃油成本隐忧再起

国际原油价格近 10 个月一直在 70-80 美元/桶区间波动，近期有上涨的迹象。未来在通货膨胀压力和需求的支撑下国际原油价格可能会在高位徘徊或者继续上升的可能。燃油成本的上升对于仍在复苏过程中的航运业盈利前景蒙上一层阴影。我们预计各航运公司一季度燃油成本同比将上升超过 80%，2010 年全年将比 2009

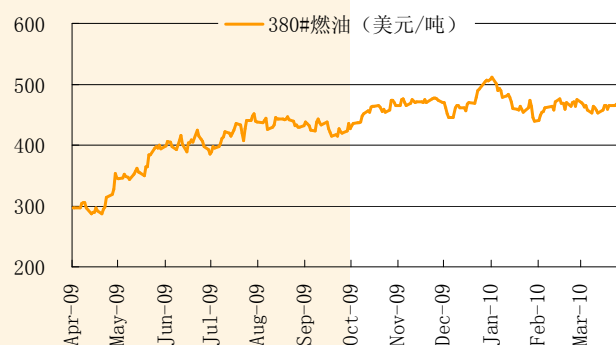
年有 25-35%以上的上升。燃油成本的上升需要航运公司加大成本控制力度，如通过锁定燃油成本、采用经济航速等。但具体到各个航运企业来讲，转嫁燃油成本的能力不一，那些拥有较好风险管理工具、拥有燃油附加费安排的航运企业燃油成本上升幅度将较低。

表 2 燃油平均价格显著回升

	价格均值			一季度升幅	
	09. 1Q	2009	10. 1Q	同比	比2009年
原油价格 (美元/桶)	45.88	63.06	78.45	70.99%	24.41%
新加坡380#燃油 (美元/吨)	258	375	469	81.78%	25.07%
180#燃油 (美元/吨)	268	382	478	78.36%	25.13%

数据来源：BLOOMBERG，湘财证券研究所

图 23 新加坡 380#燃油和纽约原油期货走势



数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

目前是配置航运股的较好时机

投资建议：珍惜买入机会

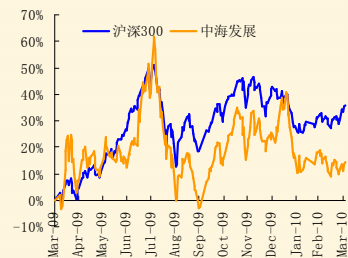
我们对航运业复苏前景依然乐观，预计未来将保持 3~5 年的上升周期，此次航运业的上升周期将为中国的航运企业尤其是那些从事海运和货运的航运企业带来显著回报。我们认为当前的时间点航运股具备较高的安全边际和投资价值。根据上述的分析和我们对航运股的跟踪，根据我国资源品进口大趋势和装备制造业未来出口空间巨大，以及航运企业自身运力的快速发展和稳健的资产负债表，我们重点推荐中海发展、中远航运和招商轮船。

评级 买入
(维持)
12个月目标价 21.30元

公司数据

当前价格 13.13
目标价格 21.30
52周波动区间 18.79
10.98
流通A股(亿股) 21.09
总市值(亿元) 447.02
日均成交量(百万股) 13.29

市场表现



中海发展 (600026.SH):

未来主要受益原油和矿石远洋运输业务

□ 看好未来进口原油运输业务盈利上升空间

公司 2010 年将最终完成 VLCC 船队的组建, 形成 12 艘总运力达 356 万载重吨的进口原油运输船队, 比 2009 年底提升 50%。此外, 公司巴拿马型和灵便型船油运运力也将在 2010 年有 26% 和 9% 的提升, 新增运力将能同时从事国内、国际两个市场, 以及原油和成品油两种油品的运输业务。尽管公司与中石化缔结有上有封顶下有保底的原油运价协议, 但在 WS65-135 区间将执行市场运价, 而未来两年运费在此区间波动上升的可能性较大, 因此我们看好公司原油运输业务盈利的上升空间。

□ 煤炭运输业务业绩贡献或将超预期

公司 2010 年煤炭包运合同基准运费升幅为 10.5%, 其中华东方向略升 4.4% 至 45 元/吨, 而华南方向则升 30% 至 60 元/吨, 其中运量方面也有所提升, 达到 6800 万吨 (含 500 万吨矿石)。尽管燃油价格在 2010 年同比将有明显上升, 但公司沿海煤炭运输业务能够完全转嫁燃油成本的上升。而公司与华能和中国神华等合营公司也大致参照公司的 COA 合同运费和条款执行。因此, 我们认为公司煤炭运输业务及合营公司的利润贡献将在 2010 年有显著提升, 且不排除超出预期的可能。

□ 铁矿石业务 2010 年开始贡献利润

公司接收的承运首钢澳洲至曹妃甸航线的 23 万吨矿砂船已经在执行第二个航次。预计年内还将有 3 艘 23 万吨级矿砂船投入使用。根据与公司管理层的沟通, 这部分长达 20 年的包运合同就运费问题没有做出修改, 也即意味着未来公司铁矿石运输业务将贡献稳定的 30% 毛利水平。公司将在 2012 年将形成 16 艘 VLCC 组成的矿砂船船队, 预计成为继公司沿海成品油业务之后另一毛利稳定的业务。

□ 估值具有吸引力, 维持“买入”评级

我们认为公司当前股价被显著低估, 维持“买入”评级。

中海发展主要财务数据和估值

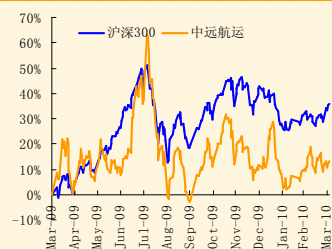
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	17,562	8,919	14,645	20,471	24,397
YOY%	38.43%	-49.21%	64.20%	39.78%	19.18%
净利润(百万元)	5,376	1,065	3,101	4,902	5,583
YOY%	14.80%	-80.19%	191.20%	58.08%	13.90%
EPS(元)	1.59	0.31	0.90	1.41	1.61
P/E(X)	8	42	15	9	8
P/B(X)	2.09	2.09	1.83	1.53	1.30

评级 买入
(维持)
12个月目标价 15.00元

公司数据

当前价格 10.70
目标价格 15.00
52周波动区间 15.78
9.01
流通股(亿股) 13.10
总市值(亿元) 140.22
日均成交量(百万股) 9.38

市场表现



中远航运 (600428.SH):

逆势扩张坚决，盈利能力持续上升可期

□ 配股融资不超过 40 亿元，再铺扩张之路

中远航运 3 月中旬公布融资计划，拟通过配股筹资不超过 40 亿元，以再购 18 艘多用途船和重吊船。而 3 月 30 日即已下新船订单 10 艘，从 2011 年 6 月起陆续交付。公司是在航运市场尚未完全企稳就有大规模造船的计划的航运企业，我们认为公司大力发展船队一方面是用来弥补不断需要报废的老旧杂货船和多用途船运力损失，另外也是对未来特种货物运输市场的乐观，以及抓住船舶价格低点带来的造船机遇。

□ 远景非常看好，2011 年后业绩将有爆发式增长

尽管公司 2010 年业绩会有较好的回升，但真正的业绩提升将会是 2011 年以后。一是 2011 年特种船运费将回升至正常水平，二是公司运力如新造 2 条半潜船和多艘重吊船将在 2011 年发挥作用，三是我国需要特种船运输的货物将有明显增长，四是公司努力提升回程回报率和开辟新航线将有成效。鉴于运费的提升和公司运力的增长，我们非常看好中远航运的发展远景。

□ 燃油成本上升或超预期，对公司 2010 年和 2011 年业绩略有调降

我们维持对公司营业收入的预测不变，但对 2010 年燃油成本的上升表示一定的担忧，因此调高了对公司 2010 年和 2011 年的成本预测，调整后的 2010~2012 年 EPS 分别为 0.53 元、1.08 元和 1.44 元。对比其他航运上市公司，公司估值亦具有较高的安全边际，2011 年 10 倍的动态市盈率对于一个快速成长的企业来讲显然已经低估。鉴于公司从事业务的特殊性和运力的逆境扩张以及我国特种品出口前景造好，我们长期推荐中远航运，并维持原先的“买入”评级。

中远航运主要财务数据和估值

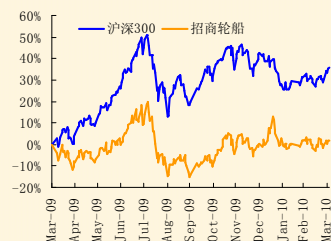
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6,901	3,902	5,316	7,346	9,242
YOY%	29.59%	-43.46%	36.26%	38.19%	25.81%
净利润(百万元)	1,462	121	646	1,428	1,893
YOY%	-32.32%	-90.99%	432.78%	121.23%	32.59%
EPS(元)	1.11	0.10	0.53	1.08	1.44
P/E(X)	10	103	20	10	7
P/B(X)	3.21	3.31	2.84	2.21	1.79

评级	增持 (维持)
12个月目标价	7.50元

公司数据

当前价格	5.75
目标价格	7.50
52周波动区间	6.90 4.75
流通A股(亿股)	34.33
总市值(亿元)	197.42
日均成交量(百万股)	31.25

市场表现



招商轮船 (601872.SH):

2010年1季度业绩将环比明显改善

□ 过去12个月，公司股价表现落后指数34个百分点

招商轮船在过去的12个月累计涨幅仅为2%，而同期沪深300指数上涨36%，明显落后于指数，公司目前的PB水平已经下降至2X以下，根据我们的业绩预测，公司2010年和2011年EPS将达到0.29元和0.35元，动态PE为20X和16X，估值亦较有吸引力，我们仍然维持对公司的“增持”评级。

□ 公司所从事的业务运费上升最为明显

除LNG业务外，公司所从事的国际原油运输、巴拿马型和超灵便型船的散货运输业务运费一季度环比提升明显。巴拿马型干散货船平均运费环比升7%和17%，而海湾至远东VLCC的TCE水平环比升超过85%。公司运力多参与即期市场，能够受益于运费的提升，因此我们预计公司一季度业绩将有明显的改善。

□ 未来主要受益于大型船舶扩张和成本优势

公司运力扩张主要集中在VLCC和VLOC等大型油轮货轮方面。由于未来VLOC供给压力较大，因此运费上升空间相对VLCC可能较为有限，且公司VLCC油轮船队船龄具有一定的梯度，综合成本具有优势，因此我们较看好公司的13艘VLCC船队以及阿芙拉型运油船的盈利前景。

□ 公司股价二季度存在机会

公司募集资金项目将在2010年起贡献利润，业绩水平将逐渐的好转。而一季度较好的业绩表现和公司较低的估值将成为2季度股价上升的催化剂。我们认为招商轮船在2季度领先指数的概率较大。

招商轮船主要财务数据和估值

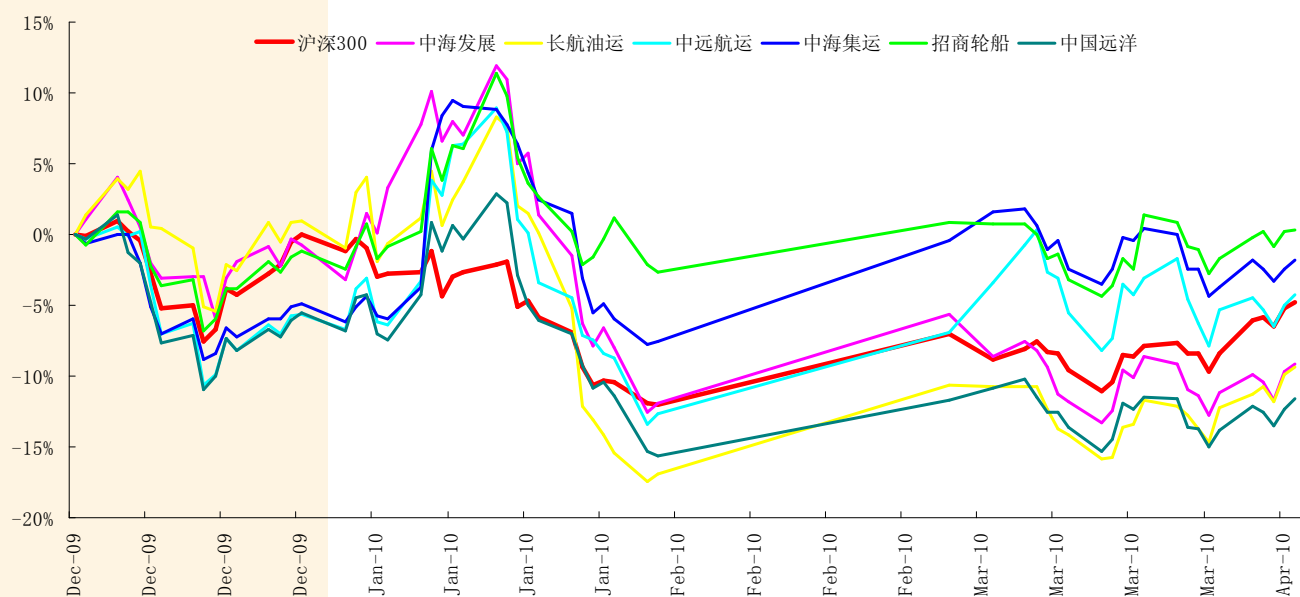
	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2,421	3,211	1,864	3,069	3,605
YOY%	-1.10%	32.63%	-41.95%	64.66%	17.46%
净利润(百万元)	882	1,282	343	1,006	1,218
YOY%	-34.21%	44.00%	-73.24%	193.18%	21.07%
EPS(元)	0.25	0.36	0.10	0.29	0.35
P/E(X)	92	16	58	20	16

表 3 航运行业主要运费指数表现一览表

	日期	最新指数	区间涨幅				区间均值		
			1周	4周	26周	52周	1周	4周	52周
干散货指数									
波罗的海指数									
综合运费指数 (BDI)	2010-4-1	2,991	-5.85%	-4.17%	37.52%	60.72%	3,018	3,252	2,938
好望角型运费指数 (BCI)	2010-4-1	3,429	5.57%	41.17%	34.73%	58.97%	3,329	3,636	4,383
巴拿马型运费指数 (BPI)	2010-4-1	3,708	-10.07%	-4.61%	52.22%	123.37%	3,768	4,078	2,962
超级灵便型运费指数 (BSI)	2010-4-1	2,409	-12.62%	-0.82%	16.32%	47.61%	2,500	2,678	1,984
重要铁矿石航线海运费									
巴西-北仑/宝山 (BCI-C3)	2010-4-2	27	14.25%	-8.51%	4.95%	32.37%	25	27	30
西澳-北仑/宝山 (BCI-C5)	2010-4-2	11	6.10%	2.93%	12.40%	42.20%	10	11	12
沿海散货运价指数 (CCBFI)									
综合指数	2010-3-31	1,525	7.53%	29.25%	29.29%	31.35%	1,525	1,333	1,285
煤炭运价指数	2010-3-31	1,820	6.95%	40.23%	38.53%	43.42%	1,820	1,549	1,475
煤炭: 秦皇岛-广州	2010-3-31	1,630	13.78%	21.73%	29.99%	38.13%	1,630	1,436	1,404
煤炭: 秦皇岛-上海	2010-3-31	2,128	5.83%	44.95%	42.74%	46.54%	2,128	1,779	1,708
粮食运价指数	2010-3-31	1,220	38.76%	52.52%	34.07%	61.29%	1,220	932	956
粮食: 大连-广州	2010-3-31	1,185	37.28%	48.68%	31.77%	51.54%	1,185	912	955
金属矿石	2010-3-31	1,172	2.75%	2.87%	17.45%	1.83%	1,172	1,128	1,051
金属矿石: 北仑-上海	2010-3-31	1,470	3.60%	5.89%	17.11%	-1.06%	1,470	1,411	1,318
波罗的海海运指数									
原油运费指数 (BDTI)	2010-4-1	949	-11.56%	7.84%	70.99%	47.82%	990	980	671
成品油运费指数 (BCTI)	2010-4-1	703	-2.23%	-8.94%	40.32%	62.36%	713	749	548
集装箱运价指数									
中国出口集装箱运价指数 (CCFI)	2010-4-2	1,123	0.30%	-0.88%	18.85%	34.51%	1,123	1,047	930
美西航线	2010-4-2	973	1.59%	1.54%	11.85%	0.87%	973	919	870
美东航线	2010-4-2	1,167	1.37%	-0.71%	-3.19%	-8.61%	1,167	1,172	1,174
欧洲航线	2010-4-2	1,853	-0.10%	-3.08%	49.12%	135.38%	1,853	1,604	1,229
日本航线	2010-4-2	729	-1.20%	-0.38%	0.14%	11.56%	729	722	694
澳新航线	2010-4-2	1,102	-1.98%	-5.29%	16.19%	52.32%	1,102	1,100	918

资料来源: BLOOMBERG, WIND 资讯, 湘财证券研究所

图 24 主要航运股 60 交易日市场表现



数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

表 4 国际可比公司估值

公司名称	股票代码	6个月涨幅	P/E	P/B	ROE (%)	ROA (%)
DIANA SHIPPING INC	DSX US Equity	21.74%	10.11	1.25	13.69	10.22
KAWASAKI KISEN KAISHA LTD	9107 JP Equity	17.54%	n.a	0.89	9.39	3.34
EXCEL MARITIME CARRIERS LTD	EXM US Equity	-0.82%	19.61	0.32	27.31	10.51
PRECIOUS SHIPPING PCL	PSL TB Equity	5.46%	7.92	1.17	18.31	15.20
DRYSHIPS INC	DRYS US Equity	-2.67%	5.06	0.54	-1.58	-0.61
EAGLE BULK SHIPPING INC	EGLE US Equity	13.46%	17.66	0.54	6.10	2.24
GENCO SHIPPING & TRADING LTD	GNK US Equity	10.01%	12.66	0.73	18.29	6.87
SINOTRANS SHIPPING LTD	368 HK Equity	28.82%	12.74	0.98	5.28	5.04
PACIFIC BASIN SHIPPING LTD	2343 HK Equity	28.22%	13.46	1.09	8.25	4.59
平均		13.53%	12.40	0.83	11.67	6.38

国外集运上市公司估值						
公司名称	股票代码	6个月涨幅	P/E	P/B	ROE (%)	ROA (%)
A P MOLLER - MAERSK A/S - B (马士基海陆有限公司)	MAERSKB DC Equity	23.89%	12.66	1.18	-4.71	-2.04
EVERGREEN MARINE (长荣海运)	2603 TT Equity	11.57%	n.a	0.93	0.96	0.69
HANJIN SHIPPING HOLDINGS CO (韩进海运)	000700 KS Equity	18.45%	n.a	0.93	-74.65	-30.41
YANG MING MARINE TRANSPORT (阳明海运)	2609 TT Equity	-0.84%	n.a	0.66	1.12	0.63
HYUNDAI MERCHANT MARINE (现代商船株式会社)	011200 KS Equity	9.31%	17.54	1.88	-33.41	-9.79
SEASPAR CORP (西斯科)	SSW US Equity	17.31%	6.51	0.65	16.09	4.17
NEPTUNE ORIENT LINES LTD (东方海皇轮船公司)	NOL SP Equity	31.37%	16.56	1.42	-28.18	-13.74
NIPPON YUSEN (日本邮船)	9101 JP Equity	13.33%	29.36	0.91	9.50	2.58
ORIENT OVERSEAS INTL LTD (东方海外货柜航运)	316 HK Equity	47.94%	15.22	1.20	-9.66	-5.35
平均		19.15%	16.31	1.08	-13.66	-5.92

国外油轮公司估值						
公司名称	股票代码	6个月涨幅	P/E	P/B	ROE (%)	ROA (%)
TEEKAY CORP	TK US Equity	11.09%	21.93	0.77	5.33	1.16
NORDIC AMER TANKER SHIPPING	NAT US Equity	7.99%	16.75	1.39	0.12	0.11
KNIGHTSBRIDGE TANKERS LTD	VLCCF US Equity	32.86%	7.19	1.20	9.38	6.14
TOP SHIPS INC	TOPS US Equity	-5.17%	5.50	n.a	-18.62	-7.30
OVERSEAS SHIPHOLDING GROUP	OSG US Equity	17.31%	19.18	0.59	3.91	1.73
SHIP FINANCE INTL LTD	SFL US Equity	57.59%	8.41	1.90	30.41	6.07
TSAKOS ENERGY NAVIGATION LTD	TNP US Equity	2.08%	9.54	0.62	3.14	1.11
GENERAL MARITIME CORP	GMR US Equity	1.41%	43.20	1.19	-2.92	-0.79
平均		15.65%	16.46	1.09	3.84	1.03

数据来源：BLOOMBERG，湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。