

湘财证券研究所

交通运输行业

刘正

Tel: 021-68634510-8056

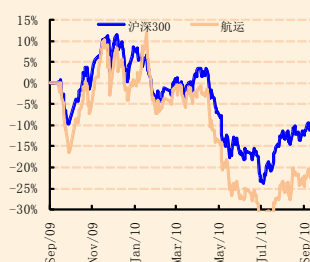
E-Mail: lz2941@xcsc.com

刘江渝

Tel: 021-68634510-8278

E-Mail: lly2775@xcsc.com

行业市场表现



投资要点

□ 国内外经济施压航运业

8月我国固定资产投资增速继续回落、钢铁产业限产以及全球钢铁产量的持续回落（两个月下滑8%）对铁矿石海上运输业造成压力。此外，欧美经济依然承压打压油运需求，造成油运运费指数的持续下滑，而集装箱业在经历持续回暖后正面临增长乏力的窘境，在符合我们判断的下滑的上海出口集装箱运价指数方面可得到证明。

□ 克拉克森修正2010年VLCC运力增长预期，符合我们的判断

油运业持续的低迷（BDTI今年最大下滑幅度超过43%）令市场颇为费解，但此前的乐观预期基石（单壳油轮退出使供求关系好转）不复存在，近期克拉克森对2010年VLCC运力供给增速预测由此前的下降5%调整至增长5%，这一调整符合我们对VLCC运力增长的判断。

□ 3季度油运业绩承压，但4季度将有好转

油运行业4季度是传统旺季，预计将有好转，主要源于北半球冬天将对能源需求增加。此外，根据FFA数据，未来4个月VLCC原油运输线路——TD3航线出现连续升水状态。因此，我们预计原油和成品油运费下滑趋势在9月份将结束。尽管如此，油运公司3季度业绩环比将有明显下滑，因为截止目前VLCC的TCE水平仅有2.2万美元/天，而2季度则超过了5.4万美元/天，这对于VLCC船队比重较大的长航油运、招商轮船影响最大。

□ BDI3500点有压力，集装箱运价指数仍将下滑

我们对BDI指数回归合理水平3500点没有疑问，但进一步上升的压力将加大，因为运力供给和中国钢铁限产将是对运价上涨的重点阻碍。而集装箱运价指数料将继续下滑，因为需求增长将趋于乏力。

□ 投资建议：买入中海发展

从基本面看，主要运费指数如BDI指数和集装箱运价指数均不会显著上涨，因此那些高杠杆的公司不会有超预期的业绩。且目前情况下，油价不出现明显上涨，因此中海发展的沿海业务尤其是沿海油运业务将能贡献稳定增长的利润，且沿海煤运价格回升及我们对来自合营公司投资收益的增加预期良好，维持“买入”。

□ 风险提示：全球经济持续低迷风险。

航运行业主要运费指数表现

表 1 航运行业主要运费指数表现一览表

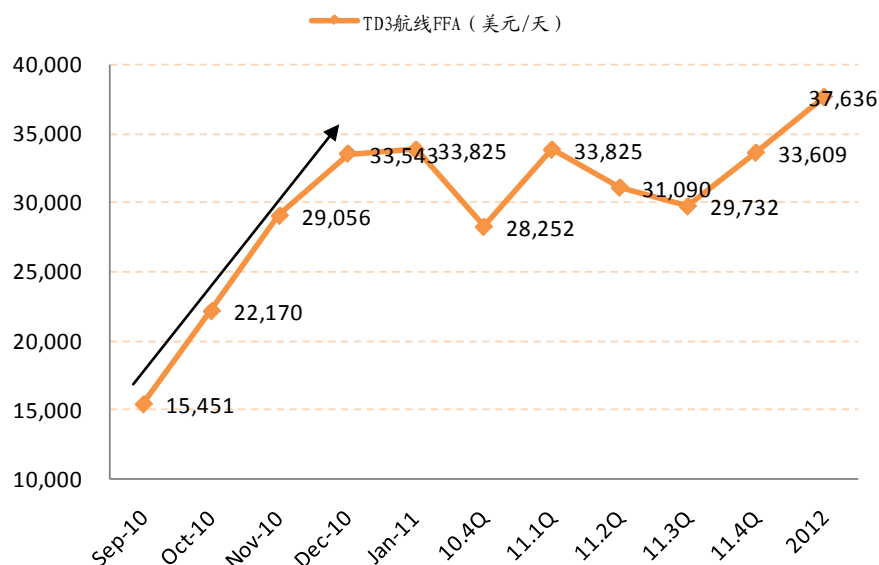
	日期	最新指数	区间涨幅				区间均值		
			1周	4周	26周	52周	1周	4周	52周
干散货指数									
波罗的海指数									
综合运费指数 (BDI)	2010/9/10	2,995	4.14%	22.90%	-7.62%	23.40%	2,951	2,747	2,970
好望角型运费指数 (BCI)	2010/9/10	4,019	2.08%	124.90%	2.45%	-0.17%	3,964	3,604	3,886
巴拿马型运费指数 (BPI)	2010/9/10	3,394	8.75%	19.97%	-15.21%	62.78%	3,336	3,079	3,331
超级灵便型运费指数 (BSI)	2010/9/10	2,046	2.71%	14.49%	-17.23%	16.98%	2,023	2,013	2,244
重要铁矿石航线海运费									
巴西-北仑/宝山 (BCI-C3)	2010/9/9	29	3.08%	11.44%	-0.53%	-6.15%	29	28	28
西澳-北仑/宝山 (BCI-C5)	2010/9/9	12	-1.98%	12.59%	14.32%	-10.85%	12	11	11
沿海散货运价指数 (CCBFI)									
综合指数	2010/9/8	1,311	6.97%	14.93%	12.84%	12.33%	1,311	1,214	1,425
煤炭运价指数	2010/9/8	1,489	10.24%	21.01%	15.75%	15.24%	1,489	1,336	1,670
煤炭: 秦皇岛-广州	2010/9/8	1,434	6.64%	4.58%	7.08%	9.67%	1,434	1,366	1,661
煤炭: 秦皇岛-上海	2010/9/8	1,730	12.36%	25.11%	23.01%	19.36%	1,730	1,524	1,951
粮食运价指数	2010/9/8	1,009	6.31%	7.22%	24.66%	7.36%	1,009	946	1,162
粮食: 大连-广州	2010/9/8	1,002	5.71%	4.39%	26.62%	8.12%	1,002	941	1,153
金属矿石	2010/9/8	1,125	-0.15%	6.57%	4.27%	15.04%	1,125	1,110	1,104
金属矿石: 北仑-上海	2010/9/8	1,373	-0.35%	11.20%	1.15%	15.23%	1,373	1,346	1,352
波罗的海油运指数									
原油运费指数 (BDTI)	2010/9/10	691	-1.57%	-14.48%	-21.30%	36.29%	693	741	823
成品油运费指数 (BCTI)	2010/9/10	653	-2.68%	-8.16%	-16.17%	53.29%	660	682	671
集装箱运价指数									
中国出口集装箱运价指数 (CCFI)	2010/9/3	1,203	-1.00%	-0.86%	2.93%	40.06%	1,203	1,165	1,075
美西航线	2010/9/3	1,190	-0.82%	0.56%	8.94%	48.84%	1,190	1,105	982
美东航线	2010/9/3	1,428	-1.40%	-0.05%	5.73%	29.10%	1,428	1,317	1,231
欧洲航线	2010/9/3	1,803	-0.63%	-2.04%	-4.13%	79.21%	1,803	1,803	1,616
日本航线	2010/9/3	743	-1.00%	-2.21%	2.85%	-1.35%	743	733	731
澳新航线	2010/9/3	988	-2.00%	-2.19%	-13.82%	26.72%	988	1,052	1,051

资料来源: BLOOMBERG, WIND 资讯, 湘财证券研究所

油运业：低谷即将过去，旺季来临在即

远期运费协议出现明显升水

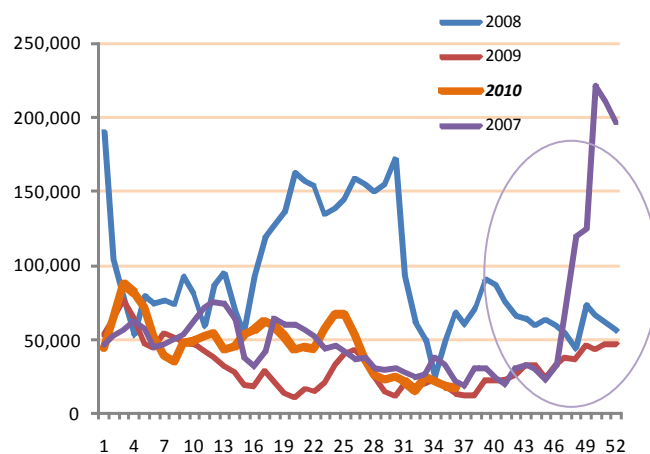
图 1TD3 航线 FFA 未来 4 个月出现明显升水



数据来源：彭博，湘财证券研究所

四季度略有好转的确定性大，因为还是传统旺季

图 2 四季度是传统的油运业旺季



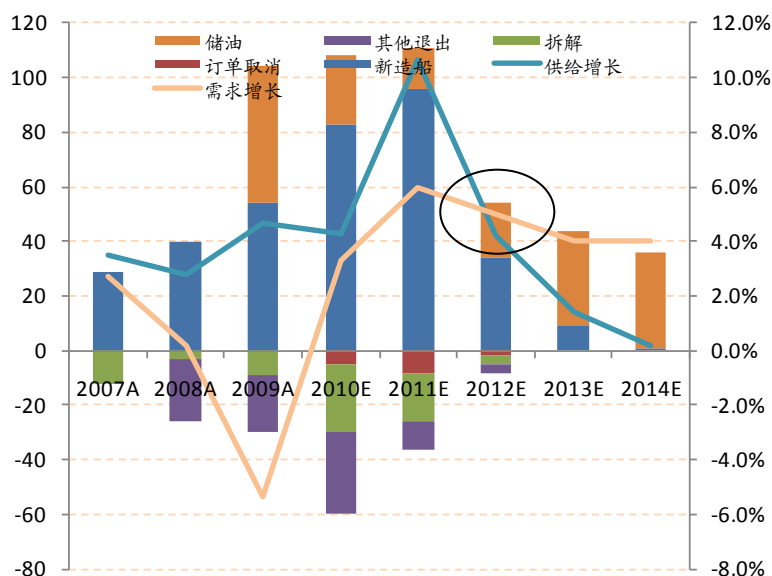
数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

克拉克森调升了 2010 年 VLCC 的运力供给增速

给市场以引导的克拉克森公司调整了 2010 年 VLCC 运力供给增速，由此前的同比下降 5% 调升至增长 5%，这与我们此前指出的克拉克森的判断有偏差相一致。

这一调整表明市场对此前油运市场的判断过于乐观，而事实上单壳油轮的退出对油运市场的正面推动作用并不明显。

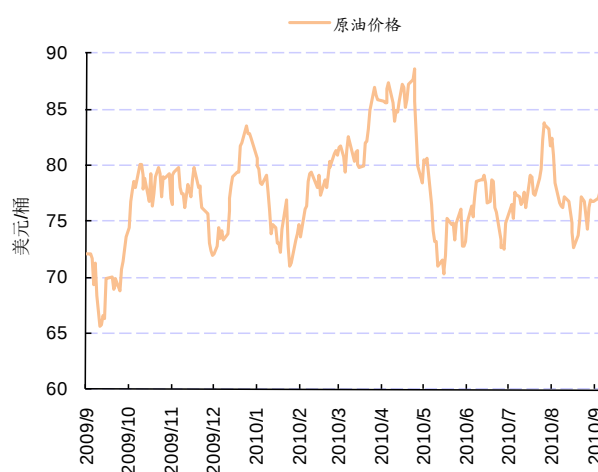
图 3 VLCC 供需平衡预测——2012 年供需形势逆转



数据来源：湘财证券研究所

国际原油价格疲软间接反映能源需求不旺

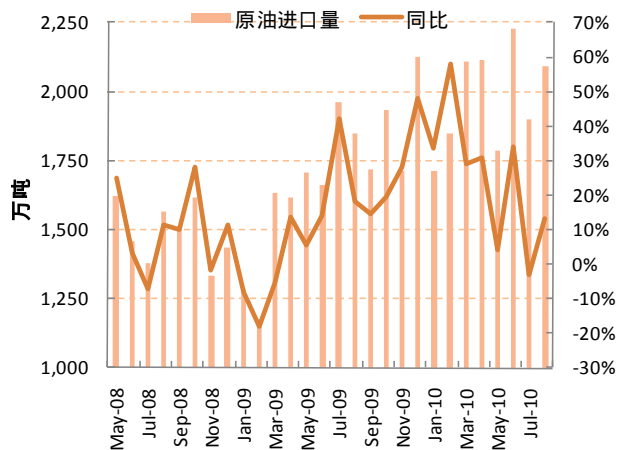
图 4 国际原油价格走势



数据来源：彭博，湘财证券研究所

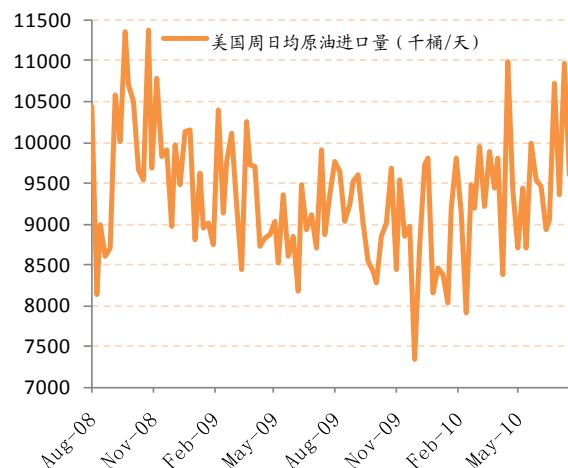
8月中国原油进口环比增长，但 OPEC 产量恢复趋势不再

图 5 我国月度原油进口量



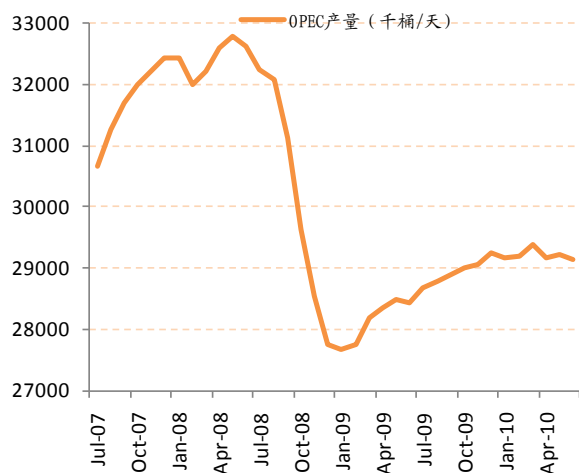
数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

图 6 美国日均原油进口量



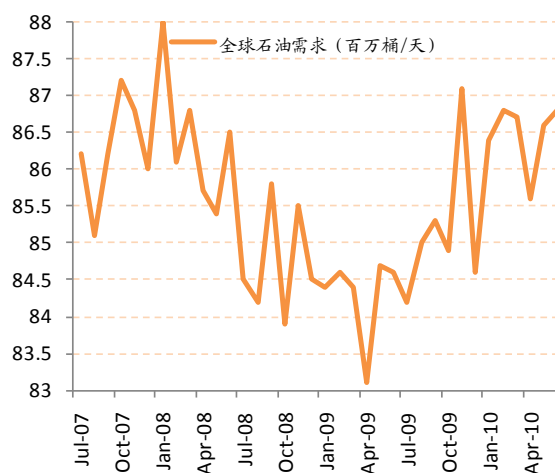
数据来源：EIA，湘财证券研究所

图 7 欧佩克日均产量



数据来源：OPEC，湘财证券研究所

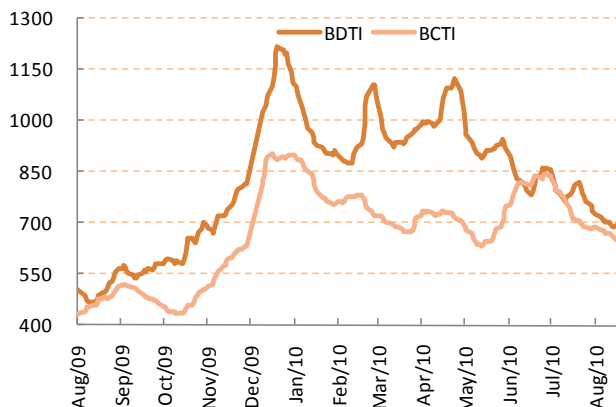
图 8 全球日均石油需求



数据来源：OPEC，湘财证券研究所

运费指数走势一览：关键词——持续下滑

图 9 波罗的海油运运费指数



数据来源：彭博社，湘财证券研究所

图 10 海湾-日本原油运费指数



数据来源：彭博社，湘财证券研究所

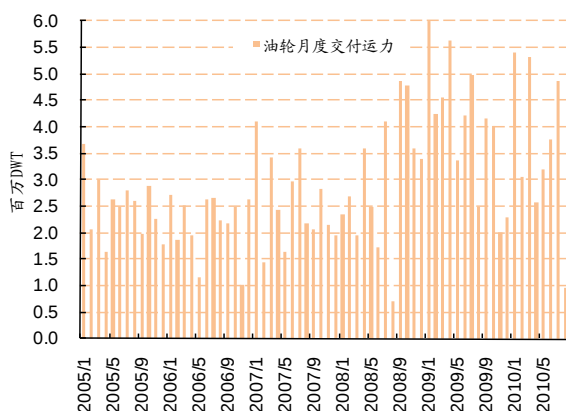
图 11 新加坡-日本成品油运费指数



数据来源：彭博社，湘财证券研究所

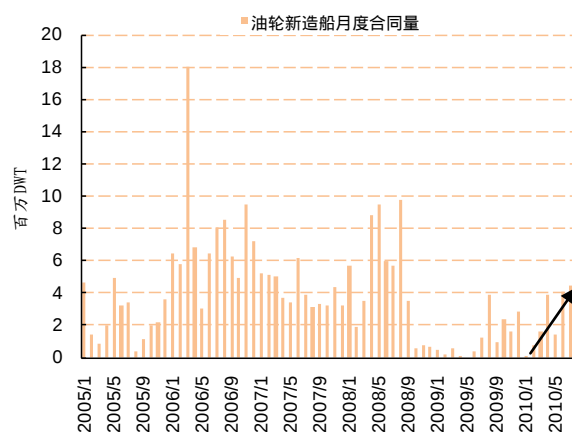
油运业供给：寒冬中造船订单逆势上升

图 12 油轮新造船月度交付量下滑



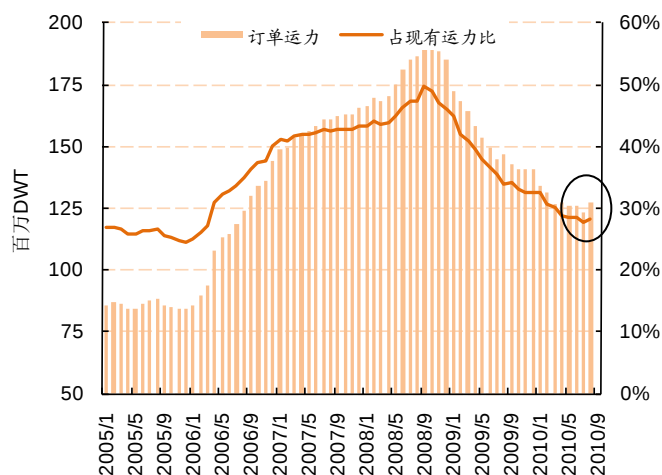
数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

图 13 油轮新造船月度合同处于高位



数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

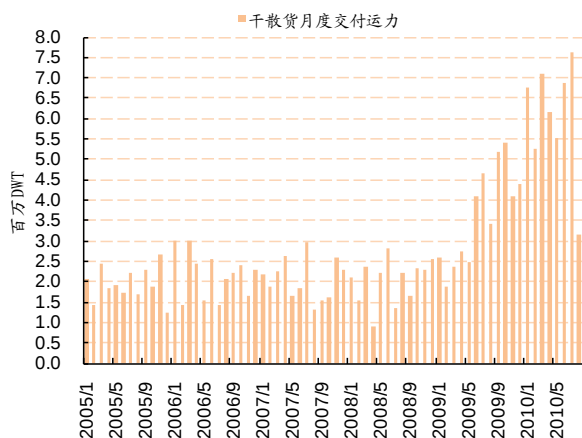
图 14 油运订单运力比重新上升



数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

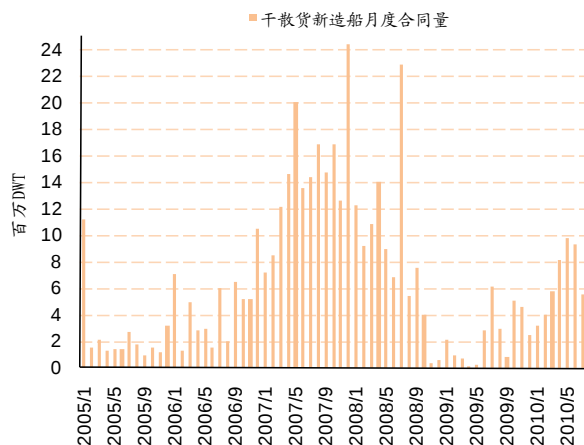
干散货运输业：BDI 正回归合理水平

图 15 干散货新造船月度交付量



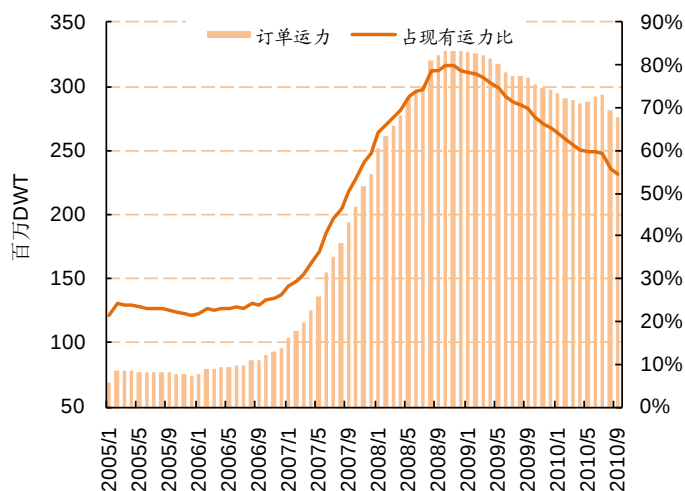
数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

图 16 干散货新船月度合同量重归理性



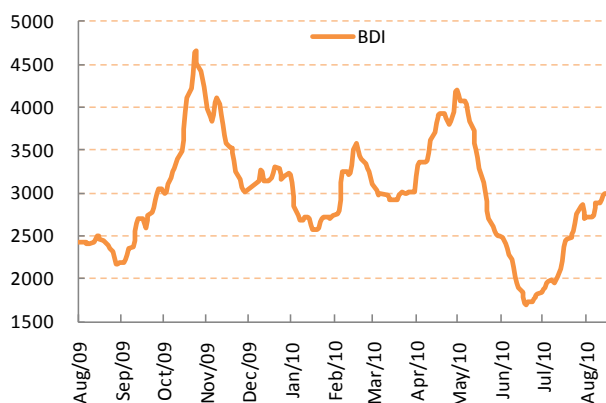
数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

图 17 干散货运力订单运力比重



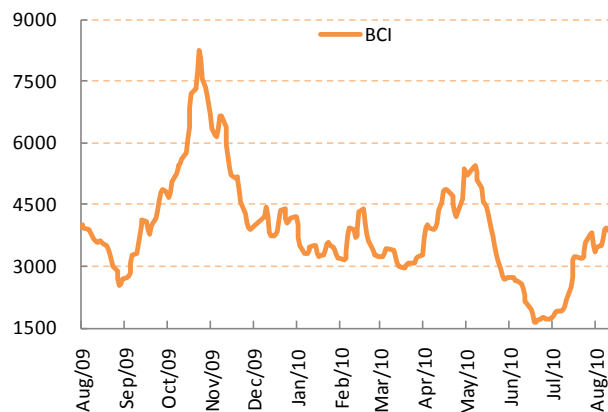
数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

图 18 波罗的海干散货航运指数走势：BDI



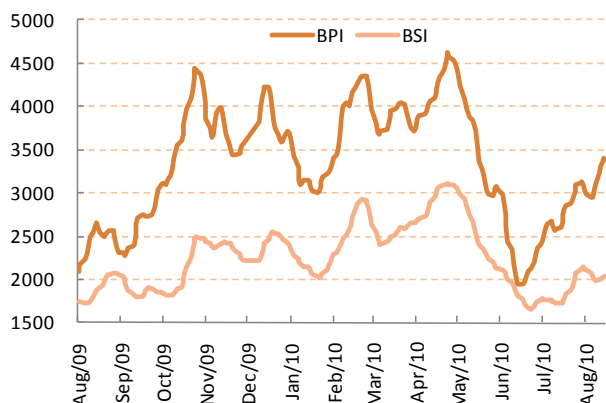
数据来源：BLOOMBERG，湘财证券研究所

图 19 波罗的海干散货航运指数走势：BCI



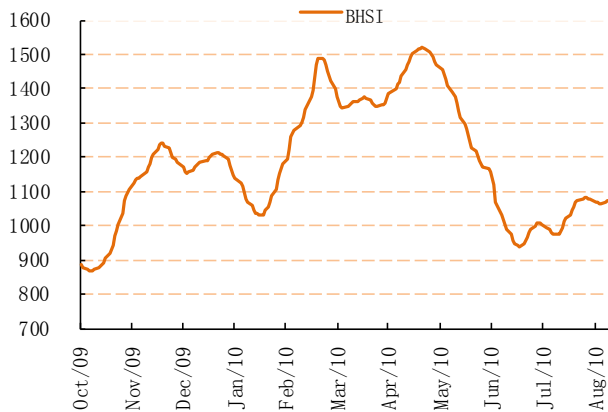
数据来源：BLOOMBERG，湘财证券研究所

图 20 波罗的海干散货航运指数走势：BPI 和 BSI



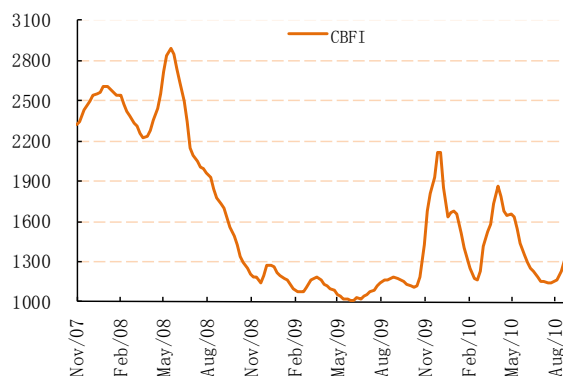
数据来源：BLOOMBERG，湘财证券研究所

图 21 波罗的海干散货航运指数走势：BHSI



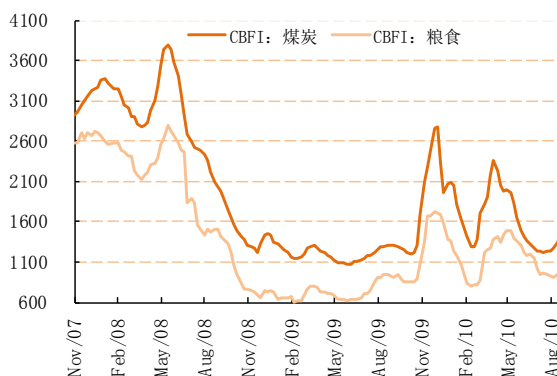
数据来源：BLOOMBERG，湘财证券研究所

图 22 沿海散货运费综合指数（CBFI）



数据来源：上海航运交易所，湘财证券研究所

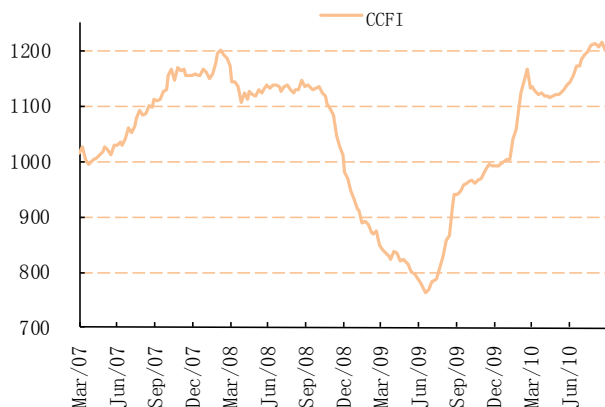
图 23 沿海散货运费指数：煤炭和粮食



数据来源：上海航运交易所，湘财证券研究所

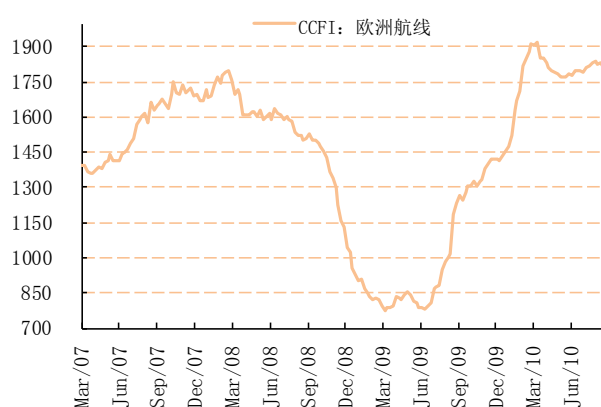
集运运费指数走势： 上升趋势不再

图 24 中国出口集装箱运价指数 (CCFI)：综合指数



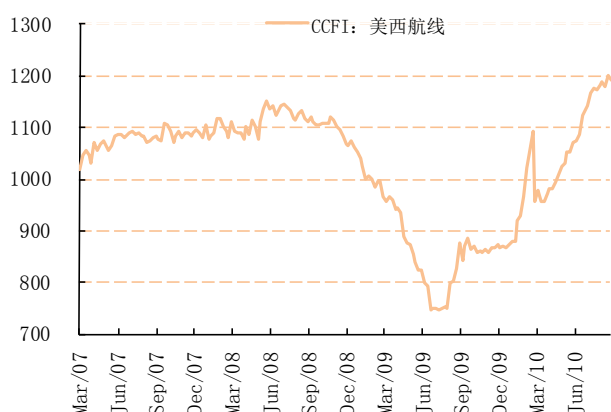
数据来源：上海航运交易所，湘财证券研究所

图 25 中国出口集装箱运价指数 (CCFI)：欧洲航线



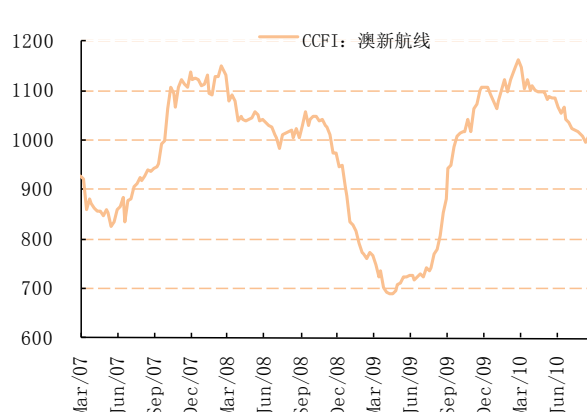
数据来源：上海航运交易所，湘财证券研究所

图 26 中国出口集装箱运价指数 (CCFI)：美西航线



数据来源：上海航运交易所，湘财证券研究所

图 27 中国出口集装箱运价指数 (CCFI)：澳新航线



数据来源：上海航运交易所，湘财证券研究所

表 2A 股可比航运公司估值（估值日：9 月 10 日，下同）

股票代码	公司名称	评级	当前价	EPS				P/E (X)				P/B (X)			
				2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
600428.SH	中远航运	买入	8.25	0.10	0.28	0.51	0.81	80	30	16	10	2.6	2.4	1.8	1.6
600026.SH	中海发展	买入	10.11	0.31	0.64	0.94	1.05	32	16	11	10	1.6	1.5	1.3	1.2
601919.SH	中国远洋	买入	9.99	(0.74)	0.56	0.96	n.a	n.a	17	10	n.a	2.4	2.3	2.1	1.9
601872.SH	招商轮船	增持	4.56	0.10	0.28	0.35	0.42	46	16	13	11	1.7	1.6	1.5	1.3
601866.SH	中海集运	增持	4.02	(0.56)	0.35	0.41	0.52	n.a	12	10	8	1.9	1.6	1.4	1.2
600087.SH	长航油运	中性	5.79	0.00	0.15	0.20	0.31	n.a	38	29	19	2.1	2.0	1.8	1.6
002320.SZ	海峡股份	中性	43.99	1.16	1.19	1.46	1.64	66	37	30	27	5.3	4.9	4.4	3.9
平均				0.05	0.49	0.69	0.79	56	24	17	14	2.5	2.3	2.0	1.8

数据来源：湘财证券研究所

表 3 美国可比油运公司估值

公司名称	彭博代码	PE (X)			PB (X)			EPS (X)		
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
TEEKAY CORP	TK US Equity	n. a	18	16	0.9	0.9	0.9	-0.45	1.39	1.62
NORDIC AMER TANKER SHIPPING	NAT US Equity	29	16	13	1.2	1.3	1.5	0.93	1.68	2.03
KNIGHTSBRIDGE TANKERS LTD	VLCCF US Equity	7	7	7	1.2	1.3	1.3	2.52	2.46	2.68
OVERSEAS SHIPHOLDING GROUP	OSG US Equity	n. a	15	18	0.5	0.6	0.5	-0.62	2.20	1.88
SHIP FINANCE INTL LTD	SFL US Equity	8	9	9	1.6	1.6	1.5	2.14	2.06	2.01
TSAKOS ENERGY NAVIGATION LTD	TNP US Equity	21	8	5	0.5	0.5	0.5	0.63	1.61	2.44
GENERAL MARITIME CORP	GMR US Equity	n. a	14	6	0.7	0.8	0.7	-0.40	0.30	0.71
TEEKAY TANKERS LTD	TNK US Equity	15	12	13	1.7	2.0	2.1	0.82	1.05	0.95
FRONTLINE LTD	FRO US Equity	10	10	9	2.5	2.4	2.4	2.82	2.78	2.85
DHT MARITIME INC	DHT US Equity	20	11	9	0.6	0.6	0.5	0.19	0.35	0.41
CAPITAL PRODUCT PARTNERS LP	CPLP US Equity	13	16	10	1.3	1.5	1.3	0.65	0.50	0.82
平均		15	12	11	1.2	1.2	1.2	0.84	1.49	1.67

数据来源：彭博社，湘财证券研究所

表 4 全球可比干散货公司估值

公司名称	彭博代码	PE (X)			PB (X)			EPS (X)		
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
DIANA SHIPPING INC	DSX US Equity	8	8	10	0.9	0.9	0.8	1.59	1.51	1.27
KAWASAKI KISEN KAISHA LTD	9107 JP Equity	8	7	7	0.9	0.7	0.7	42.52	44.80	44.80
EXCEL MARITIME CARRIERS LTD	EXM US Equity	10	11	19	0.3	0.3	0.2	0.53	0.48	0.29
PRECIOUS SHIPPING PCL	PSL TB Equity	16	9	7	1.1	1.1	1.0	1.15	1.96	2.74
DRYSHIPS INC	DRYS US Equity	5	4	3	0.4	0.4	0.4	0.84	1.02	1.27
EAGLE BULK SHIPPING INC	EGLE US Equity	12	18	23	0.5	0.5	0.5	0.44	0.28	0.22
GENCO SHIPPING & TRADING LTD	GNK US Equity	4	6	9	0.5	0.5	0.5	4.22	2.90	1.76
SINOTRANS SHIPPING LTD	368 HK Equity	13	12	10	0.8	0.7	0.7	0.03	0.03	0.04
PACIFIC BASIN SHIPPING LTD	2343 HK Equity	12	11	8	0.9	0.9	0.8	0.06	0.07	0.09
平均		10	10	11	0.7	0.7	0.6	5.71	5.89	5.83

数据来源：彭博社，湘财证券研究所

表 5 全球可比集装箱公司估值

公司名称	彭博代码	PE (X)			PB (X)			EPS (X)		
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
A P MOLLER - MAERSK A/S - B (马士基海陆有限公司)	MAERSKB DC Equity	10	10	8	1.2	1.0	0.9	4807.78	4637.49	5459.71
EVERGREEN MARINE (长荣海运)	2603 TT Equity	9	8	8	1.0	0.9	1.1	2.43	2.49	2.60
HANJIN SHIPPING HOLDINGS CO (韩进海运)	000700 KS Equity	n. a	n. a	n. a	0.7	0.8	n. a	n. a	n. a	n. a
YANG MING MARINE TRANSPORT (阳明海运)	2609 TT Equity	9	9	12	1.3	1.2	1.2	1.96	2.01	1.56
HYUNDAI MERCHANT MARINE (现代商船株式会社)	011200 KS Equity	n. a	20	10	2.2	2.0	1.7	-134.29	1738.40	3387.53
SEASPARV CORP (西班牙)	SSW US Equity	14	7	5	0.7	0.6	0.6	0.84	1.65	2.08
NEPTUNE ORIENT LINES LTD (东方海皇轮船公司)	NOL SP Equity	16	13	9	1.3	1.2	1.1	0.09	0.12	0.16
NIPPON YUSEN (日本邮船)	9101 JP Equity	8	8	8	0.9	0.8	0.8	41.41	42.21	42.21
ORIENT OVERSEAS INTL LTD (东方海外货柜航运)	316 HK Equity	5	10	8	0.9	0.9	0.8	1.52	0.76	0.91
平均		10	11	9	1.1	1.0	1.0	590.22	803.14	1112.10

数据来源：彭博社，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。