

湘财证券研究所

交通运输行业

刘正

执业证书编码：

S0500209120261

Tel: 021-68634510-8056

E-Mail: lz2941@xcsc.com

刘江渝

Tel: 021-68634510-8278

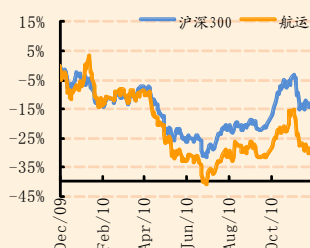
E-Mail: ljj2775@xcsc.com

金嘉欣

Tel: 021-68634510-8056

E-Mail: jjx3195@xcsc.com

行业市场表现



投资要点

□ 集运手持新船订单持续回升，行业 2011 年供给压力仍较大

过去 11 个月干散货、集运和油运新船累计交付的运力分别为 0.69 亿 DWT、130 万 TEU 和 0.39 亿 DWT。其中，干散货运力交付量最大，是上年同期的 177%，交付率约为 60%。由于市场的好转，集运新接订单出现 3 个月的小高峰，近 3 个月订单累计达 33.6 万 TEU，使得集运手持订单量在连续 26 个月下滑后从 9 月起开始回升。截至 11 月底，干散货手持订单量为 2.79 亿 DWT，占市场运力比例为 53%。过去的 12 个月，干散货手持订单量仅下滑 0.26 亿 DWT。从克拉克森的交付计划看，2011 年新船整体交付的压力仍较大，克拉克森预计 2011 年干散货的交付量为 1.2 亿 DWT 左右，以 60% 计算约交付 0.72 亿 DWT，使运力将同比增长 12.6%

□ 市场总体依然惨淡

上周末波罗的海原油运费指数 (BDTI) 和成品油运费指数 (BCTI) 分别升至 959 和 796 点，升幅分别 14% 和 9%。但这种升势目前看与中国（油运企业）关系不大，因为上涨的航线并不包括前往亚洲的原油和成品油运输路线，且主要以 Aframax 型的暴涨为主。目前国际干散货运输市场延续弱势，3 日 BDI 收于 2168 点，与一周前持平，仍明显低于上年同期。中国在铁矿石进口方面的疲软依然是压制 BDI 指数的重要因素。如果未来美元指数下滑、需求好转，BDI 指数将温和回升的概率大。新版上海出口集装箱运价指数 (SCFI) 上周收于 1125 点，环比下跌 2.8%，自最高位下跌 29%。欧美需求疲软、人民币升值在未来一段时间仍将抑制中国集装箱出口，因此集运短期仍面临压力。

□ 投资建议：短期航运板块投资机会不明显

由于运费受制需求疲软和供给高增长，当前航运板块趋势性机会不明显。但 2011 年周期性行业存在机会，当前低估值提供了逐渐买入的机会，可关注中海发展等。

□ 风险提示：我国调控政策抑制海运需求风险；欧美经济持续不振风险。

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	7.90	0.10	0.28	0.51	0.81	76	29	15	10	2.4	2.3	1.8	1.5
600026.SH	中海发展	买入	10.10	0.31	0.62	0.88	1.08	32	16	12	9	1.6	1.5	1.3	1.2
601919.SH	中国远洋	买入	9.92	(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	买入	4.34	0.10	0.24	0.38	0.44	43	18	12	10	1.6	1.5	1.4	1.2
601866.SH	中海集运	增持	4.04	(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	5.29	0.00	0.13	0.19	0.34	n.a	41	28	16	2.0	2.0	1.2	1.1
002320.SZ	海峡股份	中性	44.31	1.16	1.19	1.46	1.64	66	37	30	27	5.4	4.9	4.4	3.9
平均				0.05	0.48	0.68	0.81	55	24	17	13	2.5	2.3	1.9	1.7

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)	2010/12/3	2,168	-0.09%	-13.11%	-44.88%	-53.49%	2,128	2,246	2,903
好望角型运费指数 (BCI)	2010/12/3	2,983	-7.73%	83.23%	-43.45%	-62.97%	2,955	3,464	3,761
巴拿马型运费指数 (BPI)	2010/12/3	2,382	2.23%	3.39%	-39.40%	-46.51%	2,376	2,277	3,243
超级灵便型运费指数 (BSI)	2010/12/3	1,593	7.20%	-2.15%	-43.07%	-35.56%	1,550	1,498	2,203
重要铁矿石航线海运费									
巴西-北仑/宝山 (BCI-C3)	2010/12/2	23	-10.31%	-21.22%	-33.19%	-52.03%	23	27	28
西澳-北仑/宝山 (BCI-C5)	2010/12/2	9	-14.92%	-27.49%	-42.14%	-64.99%	9	10	11
沿海散货运价指数 (CCBFI)									
综合指数	2010/12/1	1,629	-4.85%	-7.94%	-1.53%	37.89%	1,629	1,674	1,511
煤炭运价指数	2010/12/1	1,966	-6.34%	-10.33%	-1.23%	50.07%	1,966	2,038	1,799
煤炭: 秦皇岛-广州	2010/12/1	1,749	-5.53%	-12.86%	-10.36%	35.76%	1,749	1,828	1,762
煤炭: 秦皇岛-上海	2010/12/1	2,327	-7.86%	-13.88%	-3.59%	55.04%	2,327	2,446	2,124
粮食运价指数	2010/12/1	1,393	-4.76%	-9.46%	-6.94%	56.80%	1,393	1,447	1,242
粮食: 大连-广州	2010/12/1	1,465	-3.94%	-5.80%	-3.56%	68.51%	1,465	1,498	1,235
金属矿石	2010/12/1	1,158	0.38%	2.76%	-3.12%	11.71%	1,158	1,146	1,128
金属矿石: 北仑-上海	2010/12/1	1,378	0.75%	1.51%	-7.55%	8.02%	1,378	1,368	1,373
波罗的海海运指数									
原油运费指数 (BDTI)	2010/12/3	959	14.17%	23.58%	5.27%	45.52%	903	843	872
成品油运费指数 (BCTI)	2010/12/3	796	8.89%	32.67%	23.60%	63.11%	760	684	712
集装箱运价指数									
中国出口集装箱运价指数 (CCFI)	2010/12/3	1,076	-1.22%	-3.83%	-3.95%	11.93%	1,076	1,166	1,111
美西航线	2010/12/3	1,024	-0.95%	-4.47%	-0.56%	19.10%	1,024	1,133	1,028
美东航线	2010/12/3	1,219	-0.92%	-4.91%	-0.93%	4.49%	1,219	1,357	1,257
欧洲航线	2010/12/3	1,532	-1.32%	-4.83%	-13.55%	17.25%	1,532	1,727	1,690
日本航线	2010/12/3	755	-0.73%	-0.69%	4.73%	2.74%	755	745	733
澳新航线	2010/12/3	1,050	0.30%	2.16%	-3.07%	3.30%	1,050	1,026	1,067

资料来源: BLOOMBERG, WIND 资讯, 湘财证券研究所

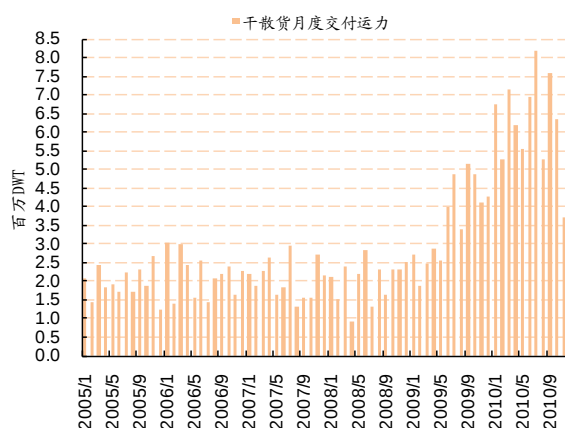
供给：集运手持订单量延续回升态势

新船交付量：前 11 个月干散货新船交付较上年同期增长 77%

过去 11 个月干散货、集运和油运新船累计交付的运力分别为 0.69 亿 DWT、130 万 TEU 和 0.39 亿 DWT。其中，干散货运力交付量是上年同期的 177%，交付率大约为 60%。

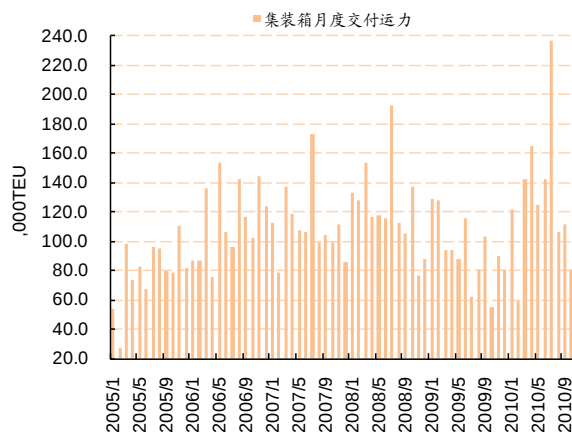
从克拉克森的交付计划看，2011 年新船整体交付的压力仍较大，克拉克森预计 2011 年干散货的交付量为 1.2 亿 DWT 左右，以 60% 计算约交付 0.72 亿 DWT，使运力将同比增长 12.6%，但增速比 2010 年的 16.4% 有所下降。

图 1 干散货新造船月度交付量



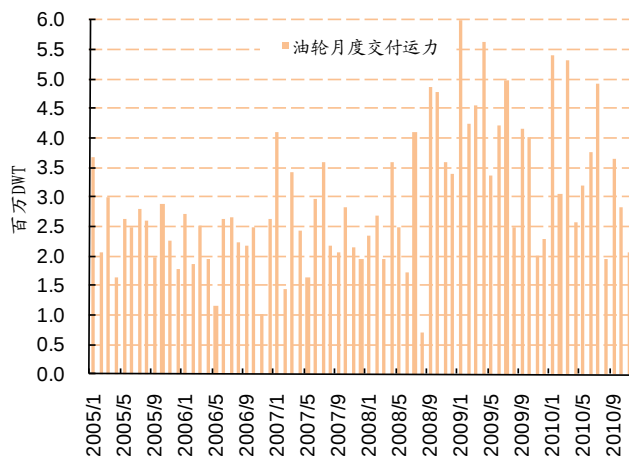
数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

图 2 集装箱新造船月度交付量



数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

图 3 油轮新造船月度交付量



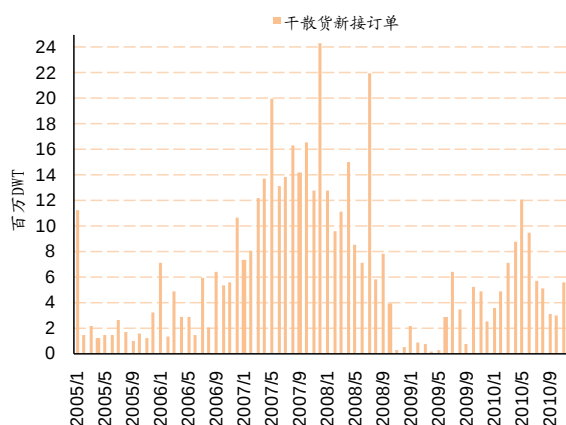
数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

新接订单：集运小高峰，油轮开始下滑，干散货反弹

11 月干散货、集运和油运新接订单量分别为 555 万 DWT、6.97 万 TEU 和 94 万 DWT。从趋势看，11 月干散货新接订单在连续 5 个月下滑之后再次上升，而油运呈现的是下滑趋势，集运新接订单出现 3 个月的小高峰，3 个月订单累计 33.6 万 TEU。

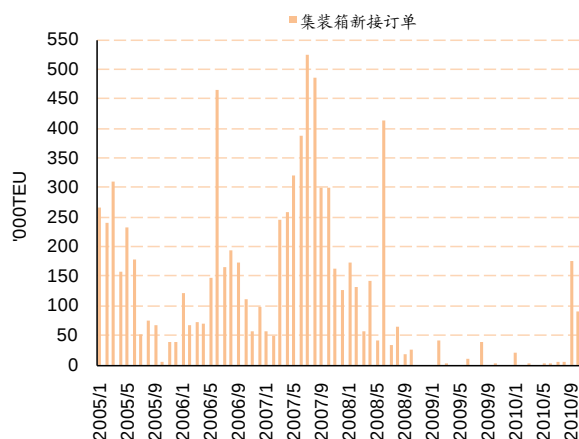
干散货新接订单高企和集运新船订单出现小高峰的原因较为简单。因为干散货运输市场仍较为活跃，如 CAPE 型船 2010 年 TCE 平均仍可达 3 万美元/天，而当前造船保本点 1.7 万美元左右，回报空间仍较大。集运则因为不再亏损并且在 3 季度录得较高效益，新船投资热情重燃。

图 4 干散货新接订单



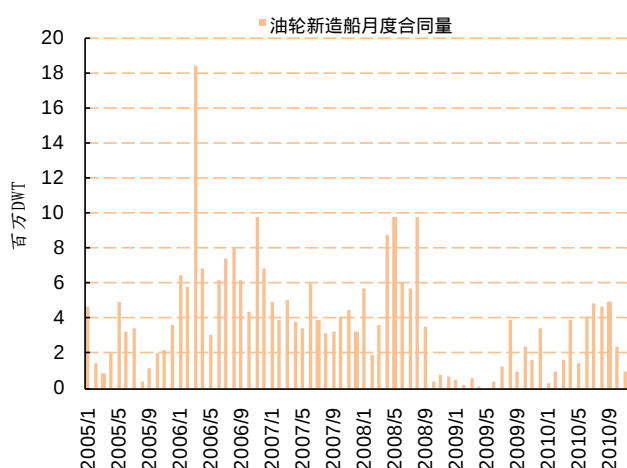
数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

图 5 集运新接订单



数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

图 6 油运新接订单



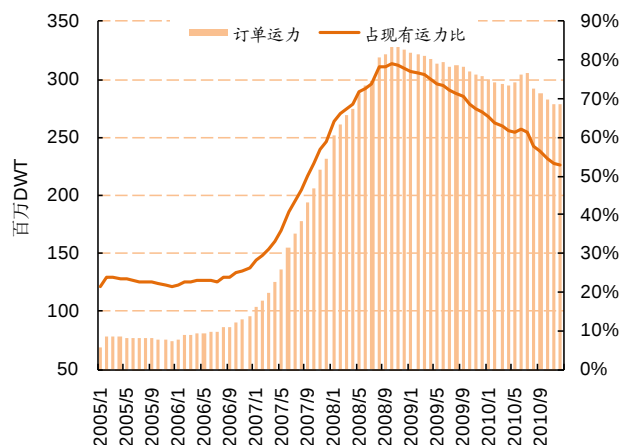
数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

手持订单：集运重新步入上升轨道

截至11月底，干散货手持订单量为2.79亿DWT，占市场运力比例为53%。过去的12个月，干散货手持订单量仅下滑0.26亿DWT，尽管占市场运力的比例下降了15个百分点。

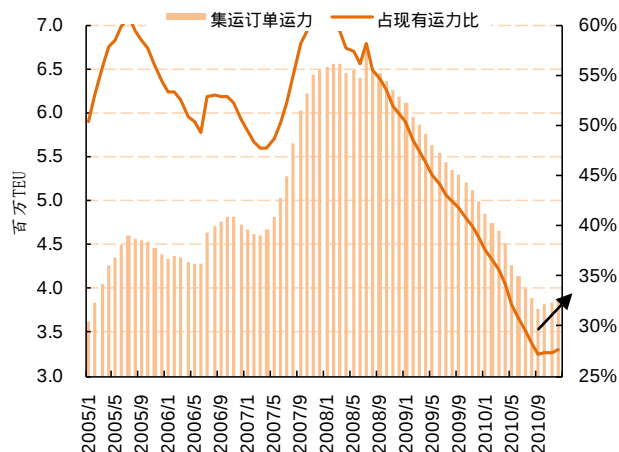
集运手持订单量在连续26个月下滑后从9月起开始回升。一方面是因为手持订单占运力的比例下滑至27%的较低位置，另一方面是集运市场的好转。此外，油运手持订单量继续下降，占运力的比例为27.8%。

图7 干散货手持订单



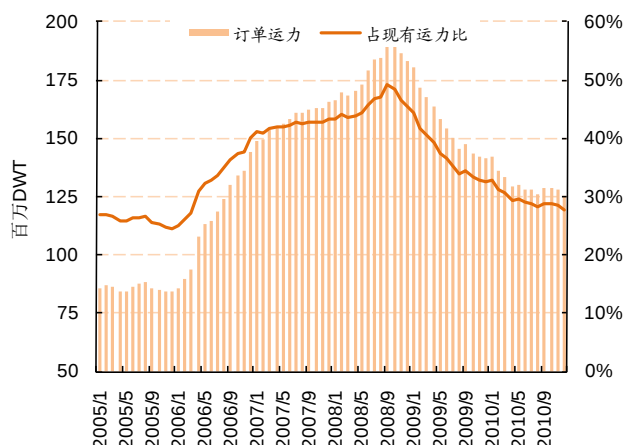
数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

图8 集运手持订单



数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

图9 油运手持订单



数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

运输市场：油运整体回升，干散货回稳，集运续跌

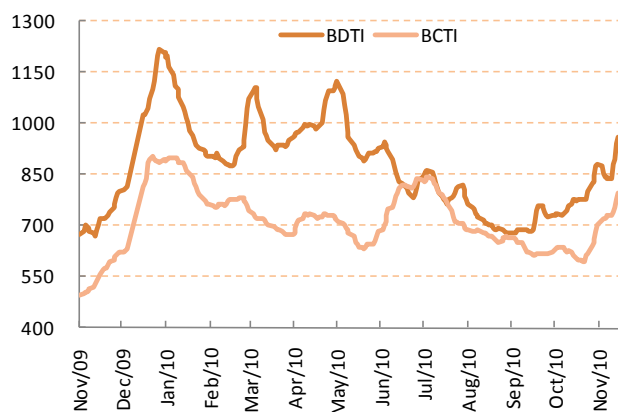
油运运费指数上涨，但亚洲航线依然疲弱

上周末波罗的海原油运费指数 (BDTI) 和成品油运费指数 (BCTI) 分别升至 959 和 796 点，升幅分别 14% 和 9%。

但这种升势目前看与中国（油运企业）关系不大，因为上涨的航线并不包括前往亚洲的原油和成品油运输路线，且主要以 Aframax 型的暴涨为主。

截止目前，VLCC 的 TD3 航线（海湾-日本）四季度 TCE 低于 2009 年四季度，为 1.6 万美元，为第一次季度低于同期，预期 2011 年将弱于 2010 年上半年。

图 10 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 11 海湾-日本原油运费指数



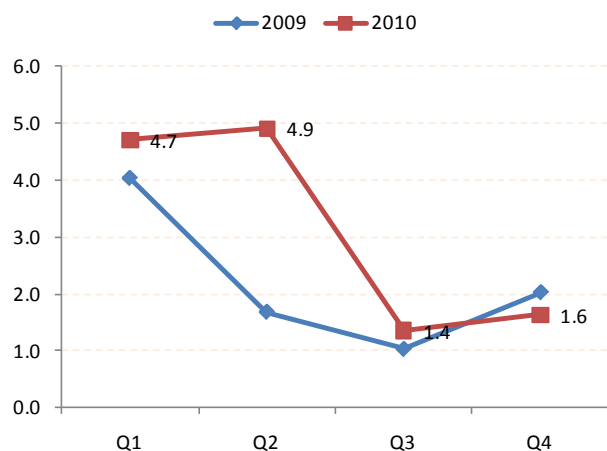
数据来源：彭博社，湘财证券研究所

图 12 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

图 13 TD3 航线季度平均 TCE



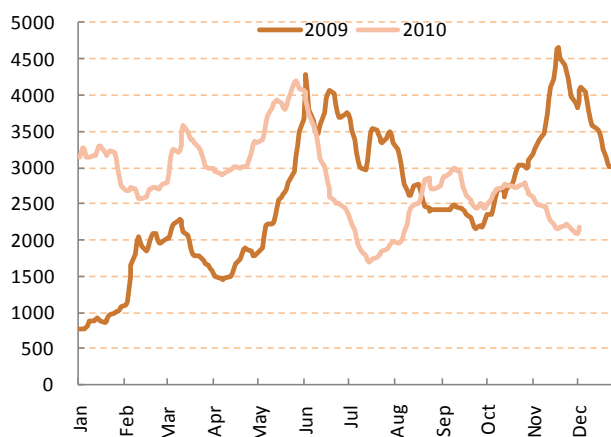
数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

BDI回稳，沿海市场回落

目前国际干散货运输市场延续弱势，3日BDI收于2168点，与一周前持平，仍明显低于上年同期。中国在铁矿石进口方面的疲软依然是压制BCI指数从而压制BDI指数的重要因素。如果未来美元指数下滑、需求好转，BDI指数将温和回升的概率大。

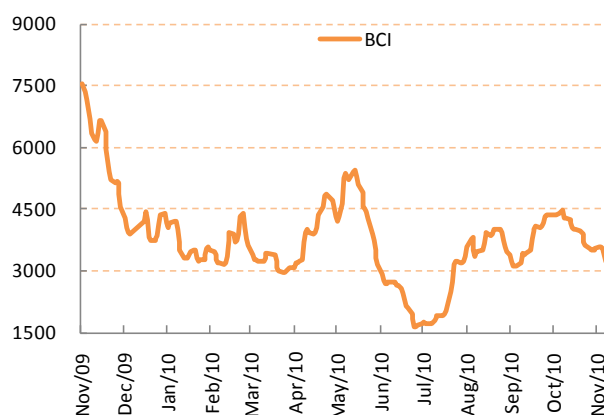
沿海运输市场上周回落，主要源于电煤运输需求下降导致煤炭运费下滑。沿海散货运价指数(CCBFI)上周收于1629点，下降近6%。其中，煤炭运费航线秦皇岛-广州和上海的运费下降5-8%至70元/吨和59元/吨。沿海市场未来可能进一步下降，但会受到天气转冷带来的支撑。

图 14 波罗的海干散货航运指数走势：BDI



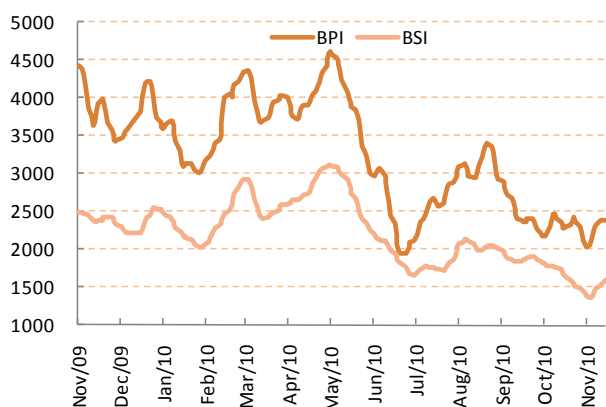
数据来源：BLOOMBERG，湘财证券研究所

图 15 波罗的海干散货航运指数走势：BCI



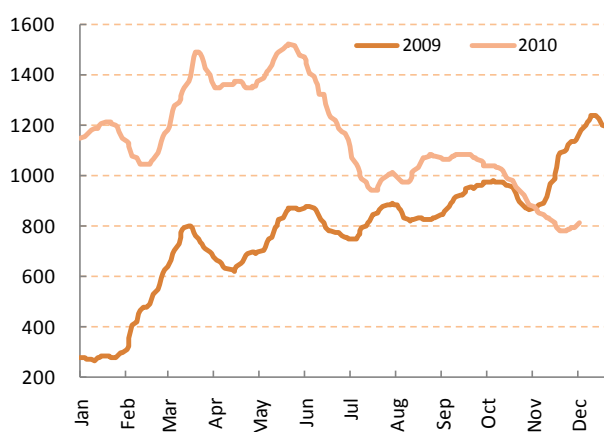
数据来源：BLOOMBERG，湘财证券研究所

图 16 波罗的海干散货航运指数走势：BPI 和 BSI



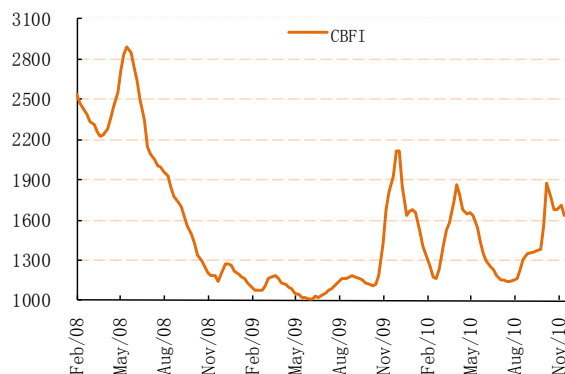
数据来源：BLOOMBERG，湘财证券研究所

图 17 波罗的海干散货航运指数走势：BHSI



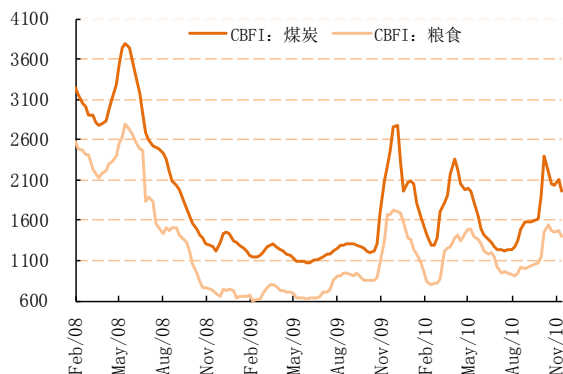
数据来源：BLOOMBERG，湘财证券研究所

图 18 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 19 沿海散货运费指数：煤炭和粮食



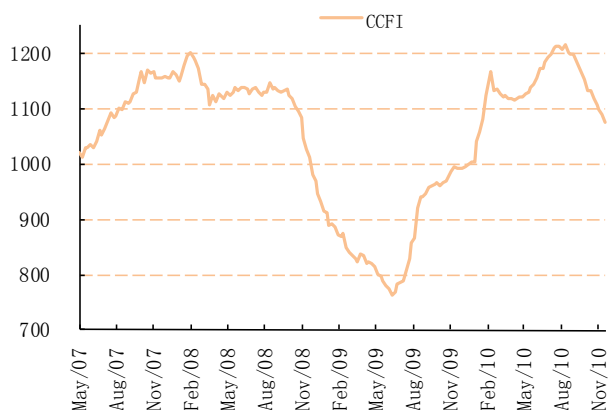
数据来源：上海航运交易所，湘财证券研究所

集运：延续下跌趋势

新版上海出口集装箱运价指数 (SCFI) 上周收于 1125 点，环比下跌 2.8%，自最高位下跌 29%。此外，中国出口集装箱运费指数 (CCFI) 依然处于下跌趋势中，重要航线中欧洲航线和美西航线快速下滑。

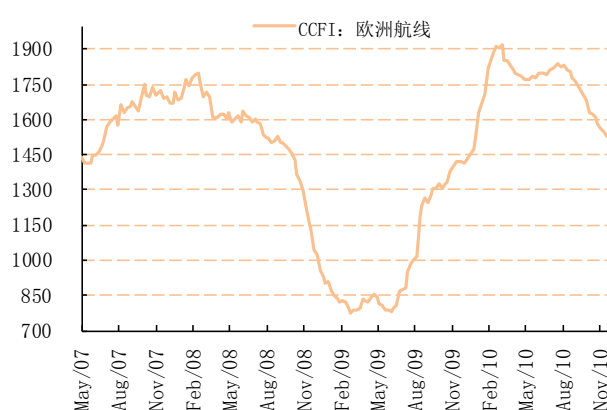
中国最新公布的 11 月 PMI 指数为 55.2%，环比回升 0.5 个百分点，其中新出口订单指数升 0.6 个百分点至 53.2%。欧美需求疲软、人民币升值在未来一段时间仍将压制中国集装箱出口。

图 20 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 21 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 22 中国出口集装箱运价指数 (CCFI): 美西航线

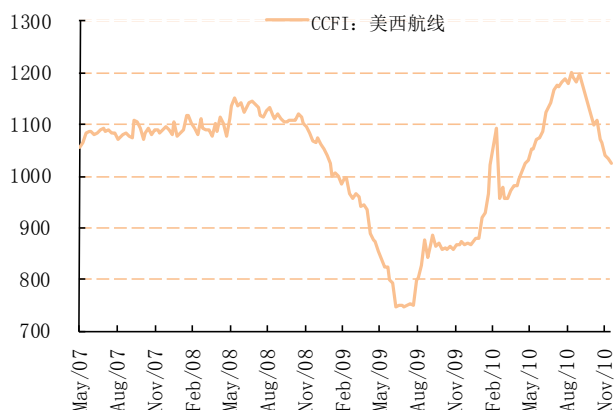
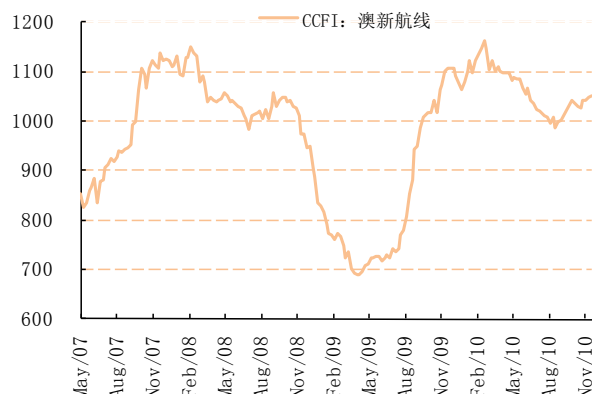


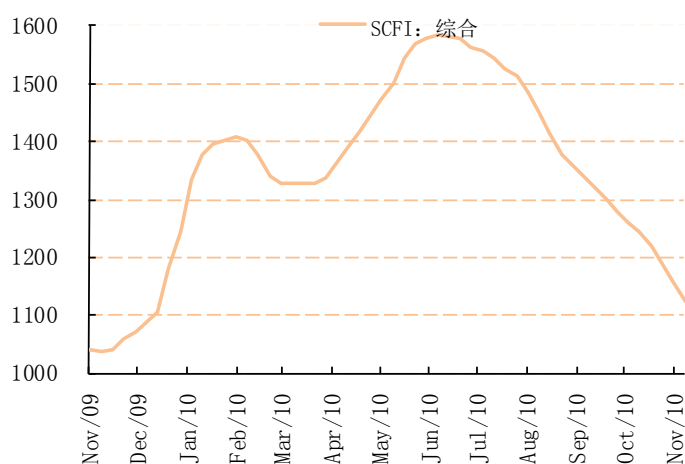
图 23 中国出口集装箱运价指数 (CCFI): 澳新航线



数据来源: 上海航运交易所, 湘财证券研究所

数据来源: 上海航运交易所, 湘财证券研究所

图 24 新上海出口集装箱运费指数



数据来源: 上海航运交易所, 湘财证券研究所

投资建议：行业短期内仍承压

由于需求方面没有得到经济增长的支撑，集装箱、干散货和油品运输需求增长动力暂时受到压制，而供给持续的高增长在未来一年仍将延续，短期非常明显的投资机会并不存在。

但即使考虑到较为悲观的预期，我们预期 2011 年主要航运公司的业绩仍能录得增长，中海发展、中远航运和中海集运等估值具有吸引力。我们考虑低估值的强周期板块在 2011 年将会面临机会，航运板块目前位置可关注。

表 2 航运行业供需分析和预测

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经济和贸易增速														
世界GDP增速(%)	3.50	4.77	2.29	2.89	3.62	4.93	4.55	5.21	5.34	2.83	(0.58)	4.77	4.22	4.54
全球贸易增速(%)	5.84	12.14	0.12	3.51	5.37	10.79	7.77	8.87	7.44	2.88	(11.01)	11.38	6.95	n.a
海运需求增速														
集运	9.00%	11.00%	1.00%	4.00%	10.53%	14.29%	10.42%	10.38%	11.97%	3.82%	-8.82%	11.29%	10.60%	10.00%
干散货		7.00%	2.00%	4.00%	6.00%	8.00%	5.00%	7.00%	6.00%	4.00%	-3.00%	9.00%	8.40%	8.00%
油运	1.80%	7.40%	0.00%	-4.00%	6.70%	8.80%	0.70%	3.70%	2.90%	1.10%	-4.40%	3.60%	3.00%	2.50%
海运供给增速														
集运	5.00%	9.78%	12.07%	10.49%	8.84%	9.73%	13.05%	16.54%	13.80%	12.73%	6.09%	10.13%	7.07%	6.51%
干散货		3.00%	4.39%	2.72%	2.48%	6.76%	6.99%	6.77%	6.52%	6.56%	9.94%	16.41%	12.61%	10.21%
油运	1.00%	2.45%	-1.66%	1.57%	2.84%	5.35%	7.25%	5.81%	5.82%	5.57%	7.54%	3.14%	4.00%	1.28%
运费指数														
BDI	1,063	1,608	1,217	1,137	2,617	4,510	3,371	3,180	7,071	6,390	2,617	2,760	3100-3300	n.a
现代型VLCC(TCE)	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	9.30	5.70	6.10	5.60	9.30	3.20	4.00	4-4.5	n.a

数据来源：克拉克森，湘财证券研究所

表 3 美国可比油运公司估值（截至 12 月 6 日，下同）

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 N/A	26	22	1.1	1.2	1.2	-1.03	1.26	1.46
NORDIC AMER TANKER SHIPPING	NAT US Equity	125	24	19	1.2	1.3	1.4	0.20	1.08	1.37
KNIGHTSBRIDGE TANKERS LTD	VLCCF US Equity	10	11	12	1.5	1.6	1.7	2.25	2.03	1.98
OVERSEAS SHIPHOLDING GROUP	OSG US Equity	#N/A N/A	310	95	0.6	0.6	0.7	-2.91	0.11	0.37
SHIP FINANCE INTL LTD	SFL US Equity	12	12	11	2.1	2.0	2.0	1.96	1.98	2.00
TSAKOS ENERGY NAVIGATION LTD	TNP US Equity	#N/A N/A	14	5	0.4	0.5	0.4	-0.09	0.71	1.87
GENERAL MARITIME CORP	GMR US Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	11	0.6	0.7	0.8	-0.97	-0.08	0.35
TEEKAY TANKERS LTD	TNK US Equity	20	15	16	1.2	1.5	1.7	0.62	0.81	0.77
FRONTLINE LTD	FRO US Equity	13	16	15	2.7	2.6	2.6	1.98	1.60	1.76
DHT MARITIME INC	DHT US Equity	21	10	12	0.9	0.9	0.9	0.21	0.44	0.36
CAPITAL PRODUCT PARTNERS LP	CPLP US Equity	14	19	16	1.2	1.4	1.3	0.60	0.45	0.52
平均		31	46	21	1.2	1.3	1.3	0.26	0.94	1.16

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	9	11	0.9	0.8	0.8	1.59	1.52	1.23
KAWASAKI KISEN KAISHA LTD	9107 JP Equity	8	8	8	1.0	0.8	0.8	45.79	44.36	44.36
EXCEL MARITIME CARRIERS LTD	EXM US Equity	13	13	36	0.3	0.3	0.3	0.46	0.47	0.16
PRECIOUS SHIPPING PCL	PSL TB Equity	17	11	7	1.1	1.1	1.0	1.07	1.75	2.56
DRYSHIPS INC	DRYS US Equity	6	5	5	0.6	0.6	0.6	0.94	1.13	1.24
EAGLE BULK SHIPPING INC	EGLE US Equity	11	15	22	0.5	0.5	0.5	0.47	0.35	0.23
GENCO SHIPPING & TRADING LTD	GNK US Equity	4	6	10	0.4	0.4	0.5	4.23	2.67	1.54
SINOTRANS SHIPPING LTD	368 HK Equity	12	11	9	0.7	0.7	0.7	0.03	0.03	0.04
PACIFIC BASIN SHIPPING LTD	2343 HK Equity	12	11	8	0.9	0.8	0.8	0.06	0.06	0.08
平均		10	10	13	0.7	0.7	0.6	6.07	5.81	5.71

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	9	10	8	1.2	1.1	1.0	5648.55	4979.39	5968.87
EVERGREEN MARINE (长荣海运)	2603 TT Equity	6	8	7	1.2	1.0	1.1	3.98	3.20	3.63
HANJIN SHIPPING HOLDINGS CO (韩进海运)	000700 KS Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	0.8	0.8	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
YANG MING MARINE TRANSPORT (阳明海运)	2609 TT Equity	6	8	7	1.5	1.3	1.4	4.45	3.20	3.37
HYUNDAI MERCHANT MARINE (现代商船株式会社)	011200 KS Equity	#N/A N/A	#N/A N/A	13	2.9	2.5	2.2	#N/A N/A	#N/A N/A	3535.61
SEASPAN CORP (西班班)	SSW US Equity	12	8	7	1.0	0.9	0.8	1.12	1.59	1.85
NEPTUNE ORIENT LINES LTD (东方海皇轮船公司)	NOL SP Equity	12	11	9	1.4	1.3	1.1	0.14	0.15	0.19
NIPPON YUSEN (日本邮船)	9101 JP Equity	9	9	9	1.0	0.9	0.8	44.19	43.17	43.17
ORIENT OVERSEAS INTL LTD (东方海外货柜航运)	316 HK Equity	5	11	9	1.2	1.1	1.1	1.84	0.90	1.07
平均		8	9	9	1.4	1.2	1.2	814.90	718.80	1194.72

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。