

关注特种散货运输细分市场

2011 年度航运业投资策略

核心观点

运力严重过剩将制约干散货运费上涨。铁矿石海运量对散货市场需求起到举足轻重的作用，其中中国对铁矿石进口需求的快速增长是近年支撑干散货运输市场需求的最重要因素，但 2010 年前 10 个月，中国铁矿石进口量同比下降 2.2%，煤炭进口量虽激增，但由于绝对量和运距原因，尚不足以弥补铁矿石进口量下降的负面影响。在节能减排和调结构背景下，2011 年中国散货贸易量对海运市场贡献度难以再现往日辉煌。与需求波澜不惊形成对照的是仍有大量新运力待交付，预计 2010 年底散货总运力将比年初增长 17.5%，现手持订单占总运力比率为 52%，是三大市场中比重最高的，其中好望角船型手持订单率高达 65%，未来运力消化之路尚长，预计 2011 年散货运价将低位区间震荡。全球能源和基建建设将给特种散货运输市场提供广阔空间，同时特种船型未来市场供给压力小，是散货运输市场亮点。

中国因素在油运市场影响力开始显现。受益于经济率先回暖、原油储备及汽车消费旺盛，2010 年前 11 个月中国原油进口量增长 20%，增量居前，而欧美 2010 年合计原油消费量与 09 年持平，2010 年全球油运量在中国等国进口增长带动下增长 2.7%，但由于中国进口绝对量比欧美仍有较大差距，成为影响市场的主导力量尚需时日。受大量新增运力压力，2011 年油运市场难有好的表现。“国油国运”和长期运输协议的签订给中国的油运公司带来了良好的发展机遇。

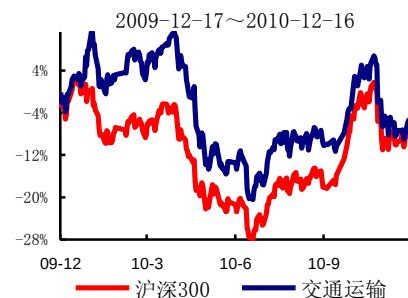
集运市场有望最先复苏。欧美消费是影响集装箱市场需求的最大因素，我们预计 2011 年全球经济将延续复苏之路，由于新船订单稀少，目前手持订单占现有总运力比重已下降到 27%，是三大船型中最小的，集运市场有望最先复苏。欧洲主权债务危机、人民币的升值及贸易保护主义的抬头使后市需求变得不明朗，但因集运市场集中度最高，若市场需求再次下调，则联合封存运力又会被严格执行，我们判断 2011 集运市场呈现价稳量增局面。

投资建议：投资机会在特种散货运输市场。经济回暖将带动航运需求的增长，但我们认为行业总体供大于求趋势明显，行业复苏尚需长时间等待，航运股仍不具有整体性投资机会。由于市场已习惯了航运业运价季度性和事件性的大幅波动，因此海运股随价格波动而产生的交易性投资机会也已丧失。2011 年海运市场的主要投机机会在特种散货运输市场，我们看好以运输出口大型机电设备为主且未来运力快速增长的中远航运的投资机会。另外建议稳健投资人可捕捉业绩相对稳定，而且 PB 值已处历史低位的沿海运输股中海发展（PB 值 1.6）的超跌反弹机会。

重点公司

简称	代码	股价	EPS(元)			P/E		P/B	评级	
			09A	10E	11E	09A	10E			11E
中远航运	600428	8.09	0.10	0.56	0.79	79	14	10	2.4	推荐-A
中海发展	600026	10.21	0.31	0.61	0.73	32	17	14	1.6	推荐-A
中国远洋	601919	9.96	-0.74	0.61	0.68	--	16	15	2.1	中性-A
长航油运	600087	5.36	0.00	0.12	0.20	2026	45	27	1.9	中性-A

行业表现对比图



相关报告

- 1.《国都证券-行业研究-行业专题-交通运输:国都证券-行业研究-行业专题-航运业:最坏时期已过 复苏之路尚长 PPT》2010-06-30
- 2.《国都证券-行业研究-行业专题-交通运输:最坏时期已过, 复苏之路尚长》2010-06-07

研究员: 巩俊杰

电话: 010-84183316

Email: gongjunjie@guodu.com

执业证书编号: S0940208040096

联系人: 汪立

电话: 010-84183138

Email: wangli@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

1 干散货运输市场：运力过剩制约运价上涨	4
1.1 运价走势回顾	4
1.2 2011 年散货运输需求波澜不惊	6
1.3 2010 年运力增长较快	9
1.4 2011 年运价将低位区间震荡	10
1.5 特种船运输细分市场是亮点	10
2 沿海干散货运输市场：受 BDI 牵制	11
3 油轮运输市场：中国因素开始显现	12
3.1 运价走势回顾	12
3.2 2011 年需求略增	13
3.3 2011 年油轮运价将受到新交运力压力	14
3.4 国油国运政策给中国船东带来了难得的发展机遇。	14
4 集装箱运输市场：有望最先复苏	15
4.1 运价走势回顾	15
4.2 需求增长充满不确定性	15
4.3 2011 年运力增加平稳	16
4.4 2011 年集装箱运输市场将延续复苏之路	16
5 行业投资策略和重点上市公司评价	17
5.1 行业投资策略	17
5.2 重点上市公司点评	17

图表目录

图 1: 近 5 年 BDI 指数走势	4
图 2: 2010 年好望角型船振幅最大	4
图 3: 2010 年中国铁矿石进口量下降	5
图 4: 中国煤炭进口量激增	5
图 5: 中国粗钢产量近期同比下降	5
图 6: 近期火力发电量增速回落	5
图 7: 2010 年以来巴西巴图朗至中国北仑/宝山铁矿石运费走势 (元/吨)	6
图 8: 五种主要干散货货种历年海运量 (百万吨)	6
图 9: 2010 年全球铁矿石进口市场份额预测	7
图 10: 2010 年全球铁矿石出口市场份额预测	7
图 11: 印度动力煤进口量快速增长	7
图 12: 印度焦煤进口量快速增长	8
图 13: 全球焦煤进口区域分布	8
图 14: 全球焦煤出口区域分布	8
图 15: 全球动力煤进口区域分布	8
图 16: 全球动力煤出口区域分布	8
图 17: 散货运力供需结构图	10
图 18: 中国对外承包工程完成额快速增长	10
图 19: 中国对外承包工程新签合同额快速增长	10
图 20: 全球风电装机容量快速增长 (MW)	11
图 21: 近 5 年中国沿海散货运价指数 (CCBFI)	11
图 22: 中国沿海分货种运价指数走势	12
图 23: 近 5 年 VLCC 船中东到日本东向典型 WS 指数	12
图 24: 2010 年中国原油进口量高速增长	13
图 25: 2009 年 2 月以来中国汽车销售量持续增长	13
图 26: 2010 年原油进口地区分布	14
图 27: 2010 年原油出口地区分布	14
图 28: 未来油轮运力供需增长预测	14
图 29: 近 5 年中国出口集装箱综合运价指数走势	15
图 30: 2010 年中国出口集装箱分航线运价指数走势	15
图 31: 2010 年人民币对美元升值 2.71%	16
图 32: 中国 2010 年出口额回升	16
图 33: 集装箱运力供需结构	17
图 34: 中海发展 PB 值居历史低位	19
图 35: 中海海盛 PB 值居历史低位	19
图 36: 中国远洋 PB 值趋势	19
图 37: 中远航运 PB 值趋势	19
图 38: 长航油运 PB 值趋势	19
图 39: 招商轮船 PB 值趋势	19
表 1: 2010 年散货运力需求预测 (百万吨)	9
表 2: 2010 年-2012 年运力交付预测 (百万载重吨)	9
表 3: 运力供给变化 (百万载重吨)	9
表 4: 全球核电装机容量 (MW)	11

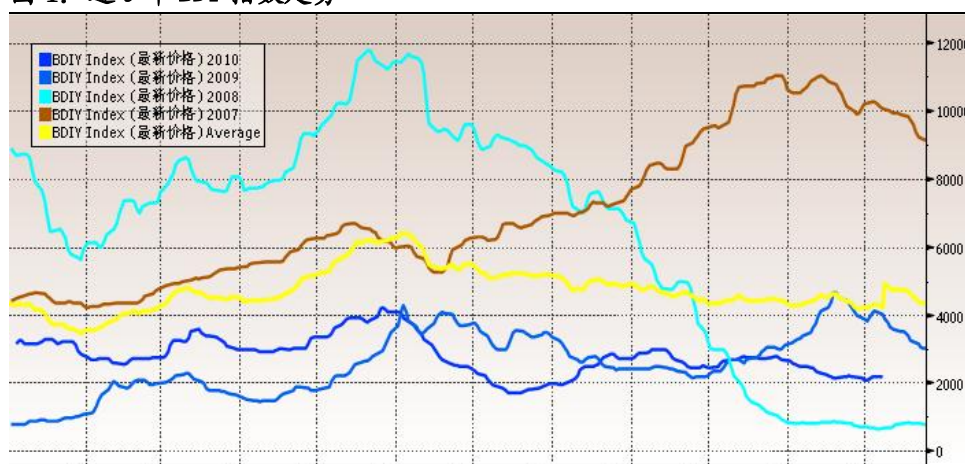
1 干散货运输市场：运力过剩制约运价上涨

1.1 运价走势回顾

2010 年 11 月 30 日 BDI 指数收于 2099 点，较去年底下跌 30%，5 月 26 日创下 4209 点的年内最高点，最低点为 7 月 15 日的 1500 点，振幅为 83%，年初至今平均点位为 2817 点，比 2009 年 2579 点的均值高出 9%。仍延续了以往波动频繁、振幅大、短期事件敏感度高特点。

铁矿石谈判和中国宏观经济走向是影响运价的主要因素，中国的节能减排及对钢铁、房地产调控政策的风吹草动都成为市场暴跌的导火索。而美元走势的波动也增加了市场的不确定性。2010 年前 10 月新交运力 62.4 百万载重吨，同比增长 79%，占年初总运力的 14%。新船的大量交付使运价雪上加霜。

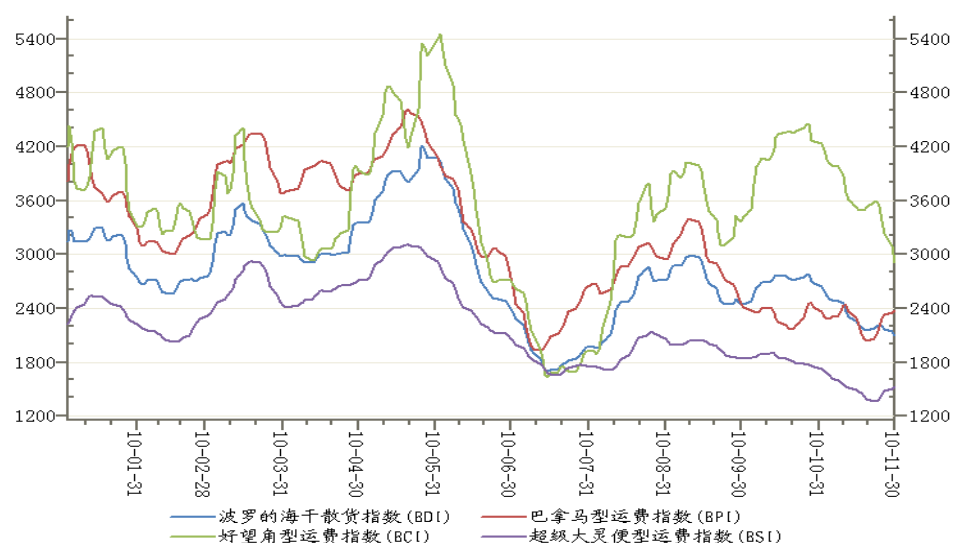
图 1：近 5 年 BDI 指数走势



数据来源：bloomberg，国都证券

由于各自的主力货种表现差异，三大船型前 11 月走势出现了分化，好望角型船市场波动幅度最大。

图 2：2010 年好望角型船振幅最大



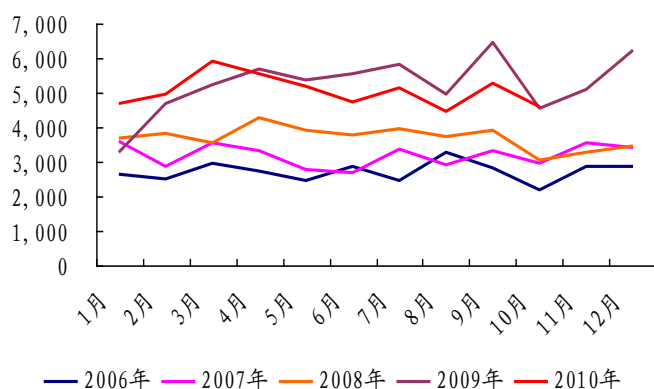
数据来源：bloomberg，国都证券

中国因素对于散货市场的正向贡献减弱

中国快速增长的铁矿石进口量是近年支撑干散货运输市场需求的最重要因素，但2010年前10月中国铁矿石进口同比下降2.2%，拉动散货市场需求增长的引擎熄火；中国前10个月煤炭进口量同比增速虽仍高达38%，但由于绝对量和运距的原因，尚不足以抵消铁矿石进口量下降的负面影响。

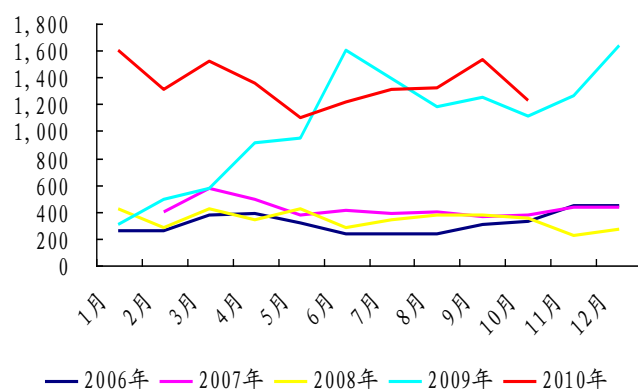
中国铁矿石进口量虽然下降，但2010年全球铁矿石海运贸易量仍增长6%，其中铁矿石第2大和第3大进口国铁矿石进口增速分别达到23%和25%，德国前7个月的铁矿石进口增速更是高达95%，部分对对冲了中国铁矿石进口量下降的负面影响。

图3：2010年中国铁矿石进口量下降



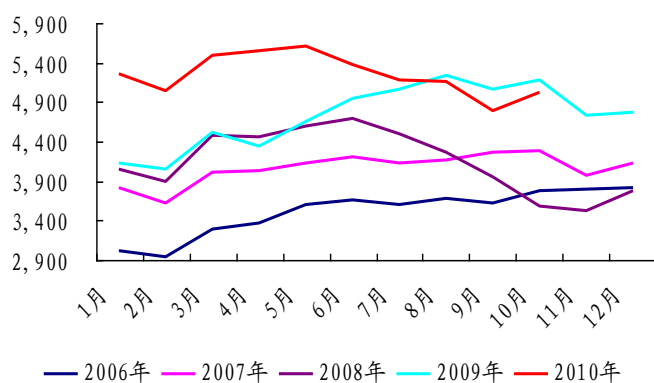
资料来源：国都证券

图4：中国煤炭进口量激增



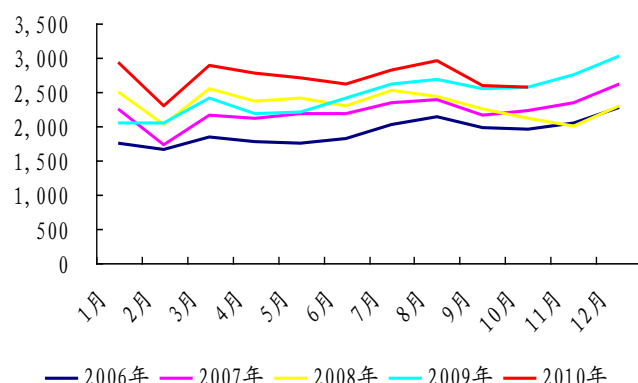
资料来源：国都证券

图5：中国粗钢产量近期同比下降



资料来源：国家统计局，国都证券

图6：近期火力发电量增速回落



资料来源：国都证券

图 7：2010 年以来巴西巴图朗至中国北仑/宝山铁矿石运费走势（元/吨）



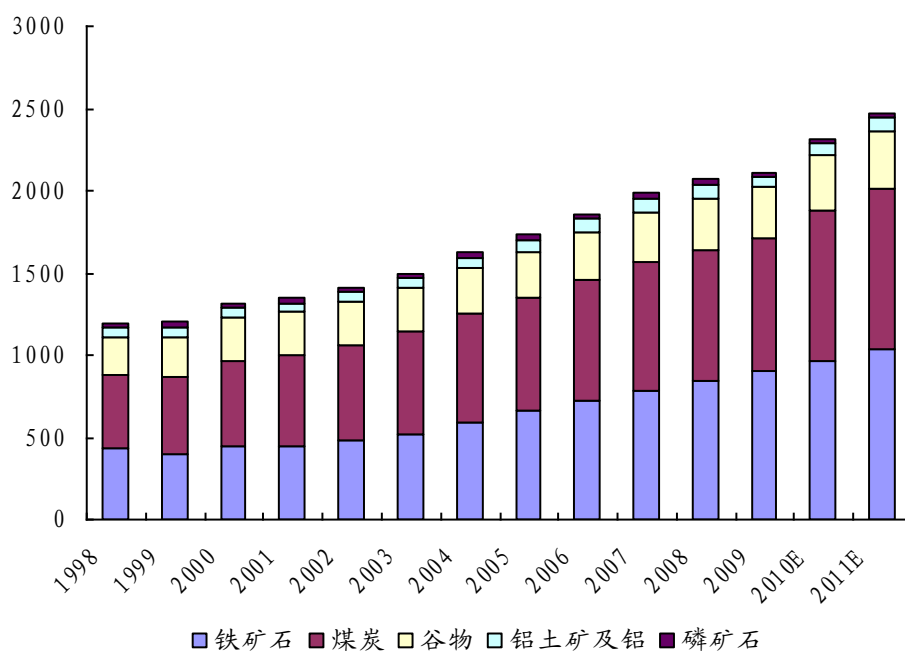
数据来源：bloomberg，国都证券

1.2 2011 年散货运输需求波澜不惊

调控增加了中国因素的不确定性

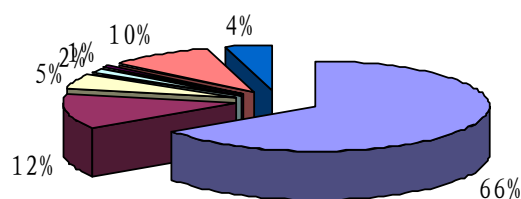
5 大散货货种占全部散货贸易量的比例为 43%，而铁矿石和煤炭分别占据 5 大散货货种比例为 41%和 40%，成为左右散货贸易量的最重要因子。综上，未来干散货市场需求增长的关键是钢铁和煤炭贸易量，而钢铁进口量的关键看中国及日本、韩国，煤炭进口量增长的关键看日本、印度、韩国及中国。

图 8：五种主要干散货货种历年海运量（百万吨）



数据来源：国都证券

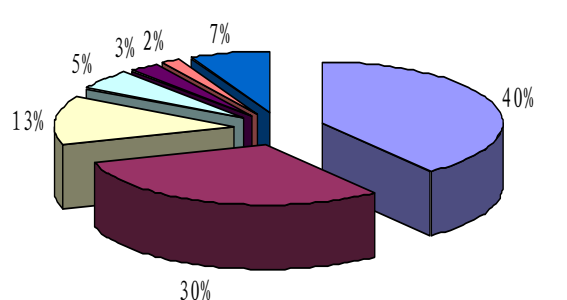
图 9: 2010 年全球铁矿石进口市场份额预测



■ 中国 ■ 日本 ■ 韩国
■ 其他亚洲国家 ■ 美洲 ■ 欧洲
■ 其他

资料来源: 国都证券

图 10: 2010 年全球铁矿石出口市场份额预测



■ 澳大利亚 ■ 巴西 ■ 印度 ■ 南非 ■ 加拿大 ■ 瑞典 ■ 其他

资料来源: 国都证券

受中国对钢铁、房地产等行业调控政策及节能减排政策的影响, 2011 年中国铁矿石需求形势不明朗, 而新兴经济体刺激政策的不断推出也加大了市场的变数。与进口铁矿石数量下降形成对照的是前 9 月国产矿供应量同比增长了 26%, 中国钢厂对铁矿石的需求结构正向国产矿转移。与以往不同的是, 未来铁矿石运输需求不再成为主导市场走势的单一因素, 煤炭和谷物运输需求也将阶段性影响市场情绪。

预计 2011 年全球铁矿石海运贸易量增长幅度为 7.5%。

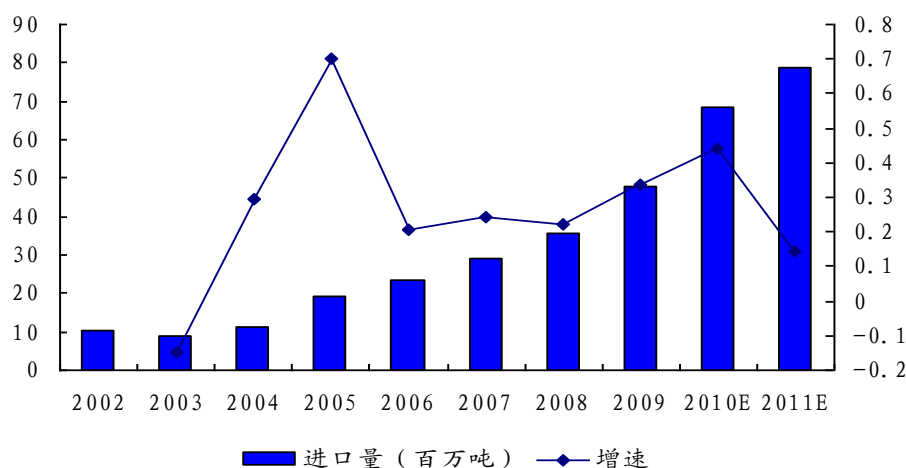
煤炭有望成为新兴力量

散货第 2 大货种煤炭有望成为拉动市场需求的重要力量。2010 年全球焦煤和动力煤海运贸易量增速分别达到 24% 和 10%, 2011 年全球焦煤海运贸易量增速有望达到 14%。

与中国人口相当的印度钢产量仅为中国的十分之一, 未来随着钢产量的上升, 更多的铁矿石将被国内消化, 从而导致亚洲国家将转向更远运距出口国进口铁矿石。

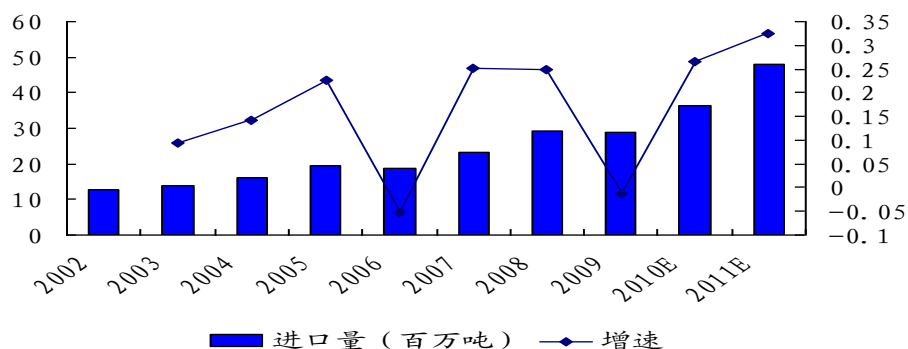
钢铁产能的提升及火力发电的快速增长都带动印度进口煤连年快速增长, 2010 年印度进口的动力煤和焦煤增幅分别达到 44% 和 26%, 预计 2011 年将增长 15% 和 33%, 且未来仍将延续高速增长态势。

图 11: 印度动力煤进口量快速增长



数据来源: bloomberg, 国都证券

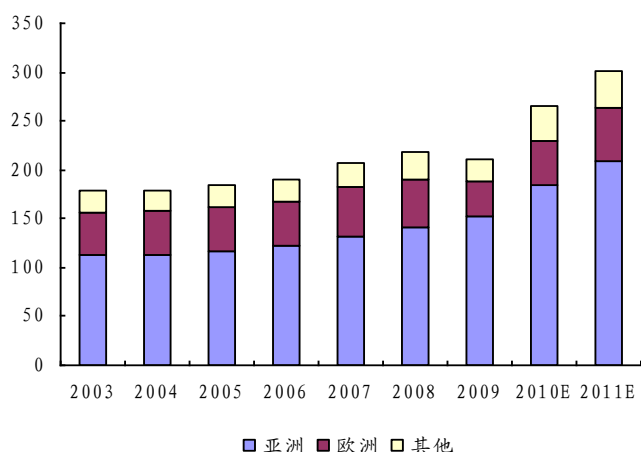
图 12: 印度焦煤进口量快速增长



数据来源: bloomberg, 国都证券

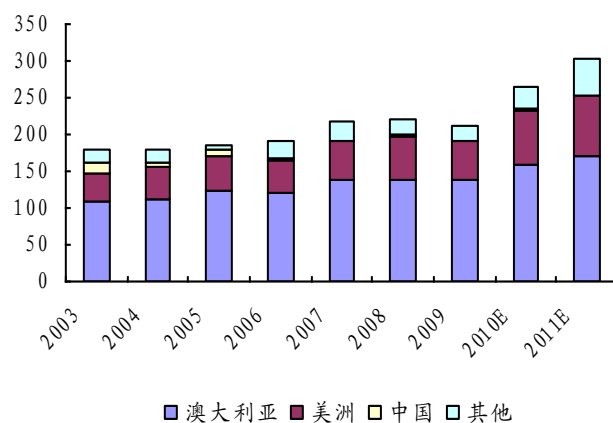
另外, 煤炭也同样存在严重的消费地和产出地不平衡的结构性矛盾, 运距的拉长消耗了更多的运力。

图 13: 全球焦煤进口区域分布



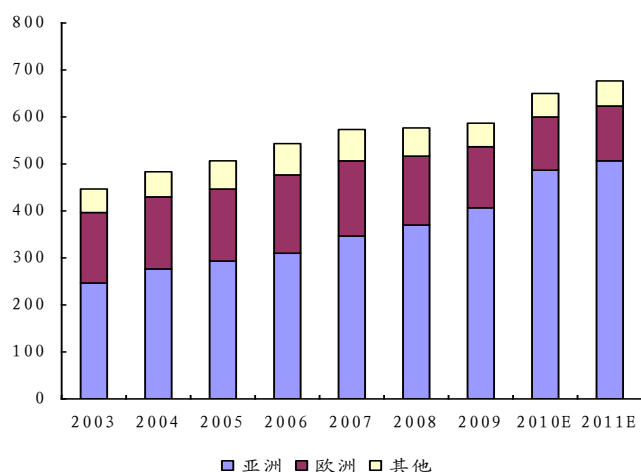
资料来源: 国都证券

图 14: 全球焦煤出口区域分布



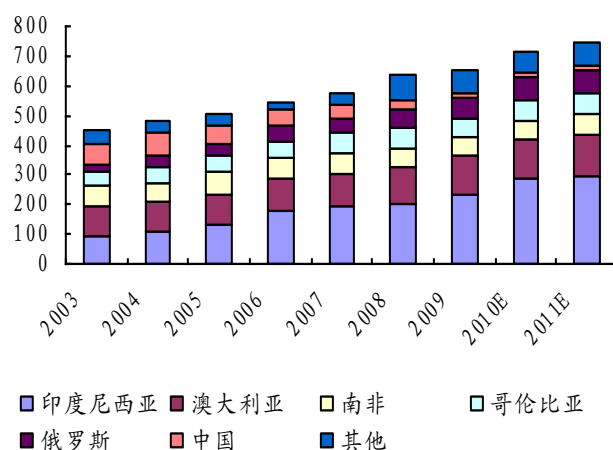
资料来源: 国都证券

图 15: 全球动力煤进口区域分布



资料来源: 国都证券

图 16: 全球动力煤出口区域分布



资料来源: 国都证券

表 1: 2010 年散货运力需求预测 (百万吨)

货种	01 年	02 年	03 年	04 年	05 年	06 年	07 年	08 年	09 年	10e	11E
铁矿石	451	481	516	588	661	723	785	843	895	960	1032
煤炭	552	577	626	662	692	733	786	798	784	915	978
谷物	260	271	264	275	272	292	296	313	316	340	346
铝土矿及铝	52	55	60	68	74	79	84	86	68	79	86
磷矿石	31	30	29	31	31	30	32	33	27	21	22
合计	1346	1414	1495	1624	1731	1858	1982	2073	2090	2315	2464
增幅	2%	5%	6%	9%	7%	7%	7%	5%	1%	10%	6%
其他大宗散货	765	776	815	873	900	952	987	988	926	950	1004
小宗货种	1540	1659	1730	1817	1890	1966	2028	2113	1949	2095	2284
合计	3651	3849	4040	4314	4521	4776	4997	5174	4965	5360	5752
增幅	2%	5%	5%	7%	5%	6%	5%	4%	-4%	9%	7%

资料来源: 国都证券

1.3 2010 年运力增长较快

截止 2010 年 10 月底, 干散货总运力为 523.2 百万载重吨, 比年初增长 13.3%, 其中本年度共交付散货船 艘, 合计 6240 万载重吨, 预计今年底, 干散货总运力为 542.5 百万载重吨, 比 2009 年底上升 17.5%。散货船现手持订单率由年初的 60% 下降至 52%, 是三大细分市场中比重最高的, 其中好望角船型截止 2010 年 10 月手持订单率高达 65%, 消化运力是散货市场未来需长时间面对的问题。

表 2: 2010 年-2012 年运力交付预测 (百万载重吨)

船型	Capesize	Panamax	Handymax	Handysize	合计
2010 年	12.6	7.4	7.2	4.0	31.2
2011 年	57.3	28.8	20.7	13.5	120.3
2012 年	41.6	6.5	13.0	7.6	89.2
2013 年	18.5	3.2	3.9	1.9	32.1
合 计	129.9	71	44.9	27.0	272.8

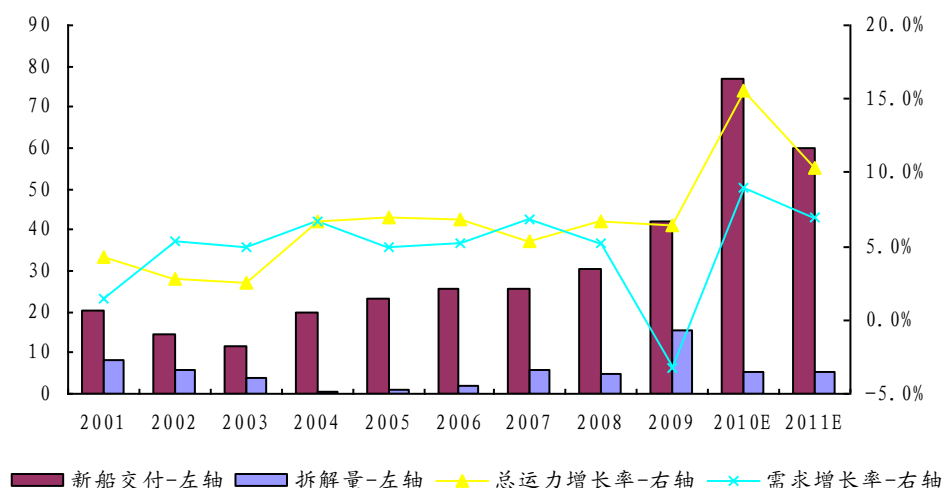
资料来源: 国都证券

表 3: 运力供给变化 (百万载重吨)

项目	04 年	05 年	06 年	07 年	08 年	09 年	10 年 10 月
运力规模	322.3	344.8	372.8	398.3	422.6	461.9	523.2
订单	69.5	77.1	101.8	241.3	304.7	297.5	272.8
订单占运力比重	22%	22%	28%	62%	73%	65%	52%

资料来源: 国都证券

图 17: 散货运力供需结构图



数据来源：国都证券

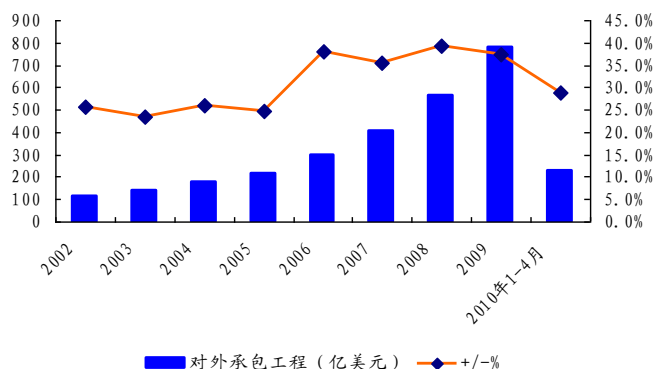
1.4 2011 年运价将低位区间震荡

由于 2011 年新船交付量较大，运力供应远大于需求增长，运价总体上不具备大幅走牛的条件，但由于接近历史低位，市场向下的空间也不大，我们判断 2011 年散货运价将维持低位区间震荡。由于散货贸易有很强的季节性特征，而新船交付时间与季节需求的不匹配将导致短期内运价的大幅波动，另外，铁矿石谈判、压港、天气、美元走势等原因也都将影响运价。由于近 2 年大量新船延迟交付，将把新增运力压力进一步延长，从而使得行业调整时间更长。

1.5 特种船运输细分市场是亮点

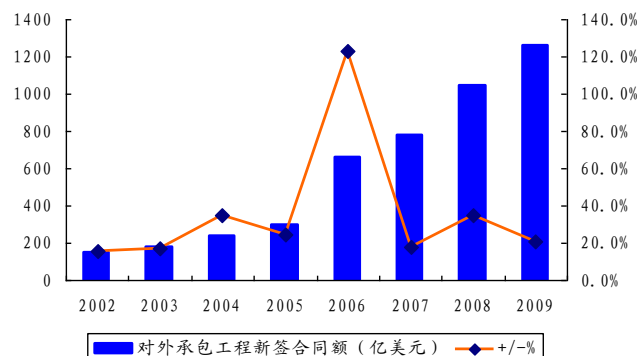
海上油气开发、全球高铁项目和新能源项目的建设将特种运输市场提供广阔空间。特种船型未来市场供给压力小，景气度将好于干散货运输市场，特种船细分市场未来成为海运市场中的亮点。

图 18: 中国对外承包工程完成额快速增长



资料来源：国都证券

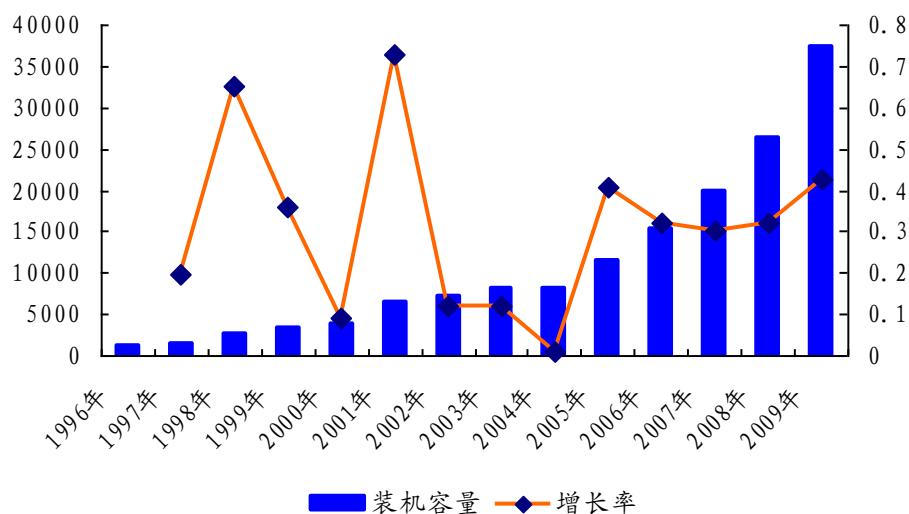
图 19: 中国对外承包工程新签合同额快速增长



资料来源：国都证券

随着资源品价格的上涨和节能减排压力加大，全球都掀起了新能源建设的热潮，风电、核电设备运输将成为拉动重吊船需求的重要因素。

图 20: 全球风电装机容量快速增长 (MW)



数据来源: 国都证券

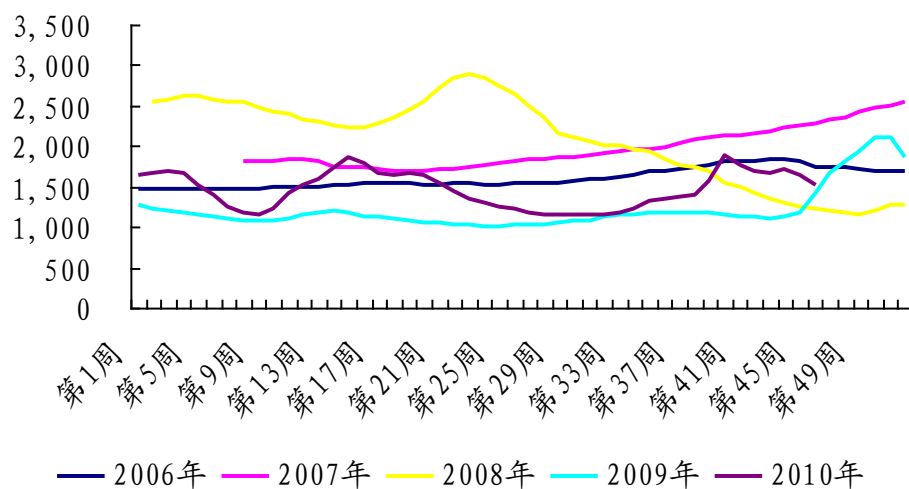
表 4: 全球核电装机容量 (MW)

	已建	在建	计划	意向
装机容量	372693	51114	156422	343000

2 沿海干散货运输市场: 受 BDI 牵制

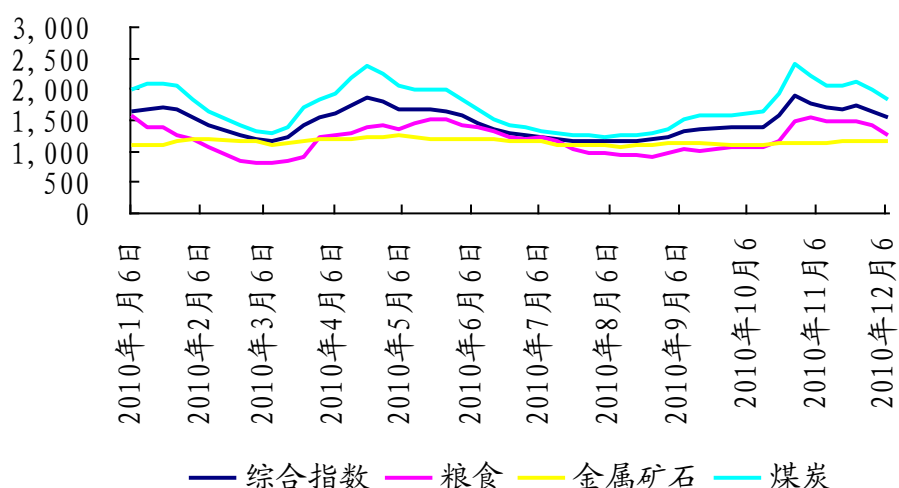
由于生产和消费地的分布不均衡及成本和运能的原因, 沿海煤炭运输将长期担当北煤南运的脊梁, 煤炭运输也是影响沿海散货运价的最重要货种。

图 21: 近 5 年中国沿海散货运价指数 (CCBFI)



数据来源: bloomberg, 国都证券

图 22：中国沿海分货种运价指数走势



数据来源：bloomberg，国都证券

受制于 BDI 压力，沿海散货运价走势也将比较平稳。由于冬季取暖用煤采购的原因，第 4 季度是沿海煤炭运输的传统旺季，运价通常是 1 年中最高峰。

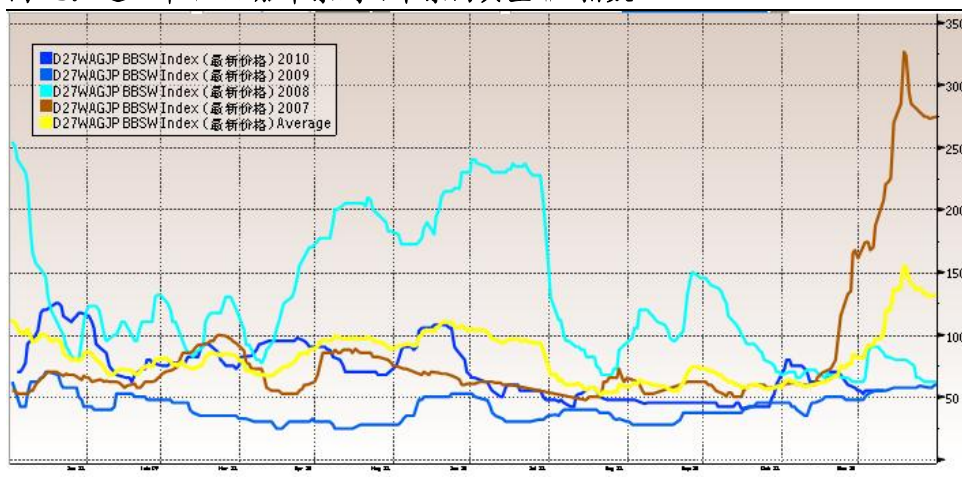
BDI 的波动会对沿海散货运价产生影响，其传导机制为：（1）BDI 指数走高时，部分沿海运力有动力调入国际市场，反之亦然；（2）BDI 指数走高时，从国外进口煤炭成本增加，从而有利于沿海煤炭运输需求的提升。

3 油轮运输市场：中国因素开始显现

3.1 运价走势回顾

2010 年原油运输呈现温和复苏态势，中国原油进口绝对量虽比欧美仍有较大差距，但中国因素在原油市场上的推动力量也开始显现，前 11 个月中国原油进口量同比增长 20%，是支撑 VLCC 运价的重要因素。

图 23：近 5 年 VLCC 船中东到日本东向典型 WS 指数

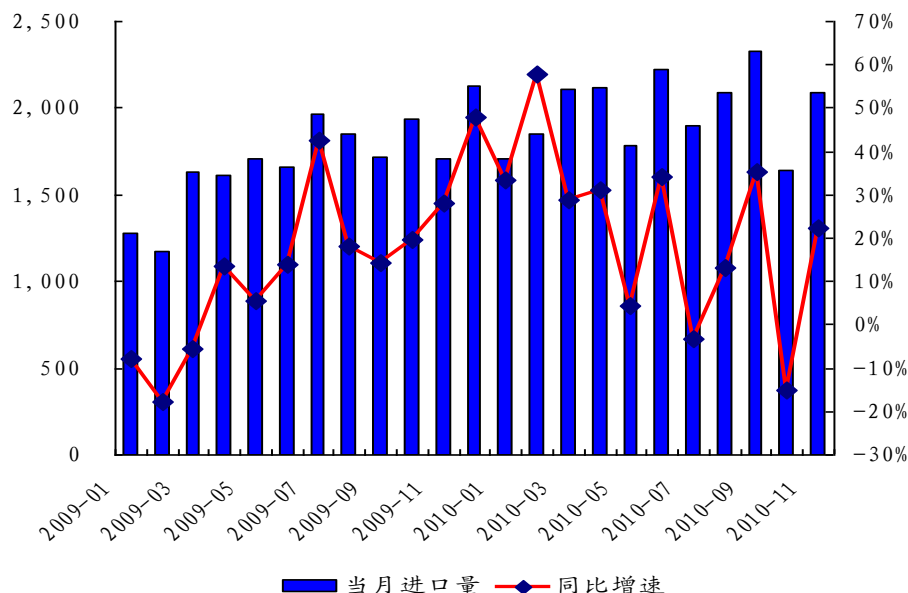


数据来源：bloomberg，国都证券

3.2 2011 年需求略增

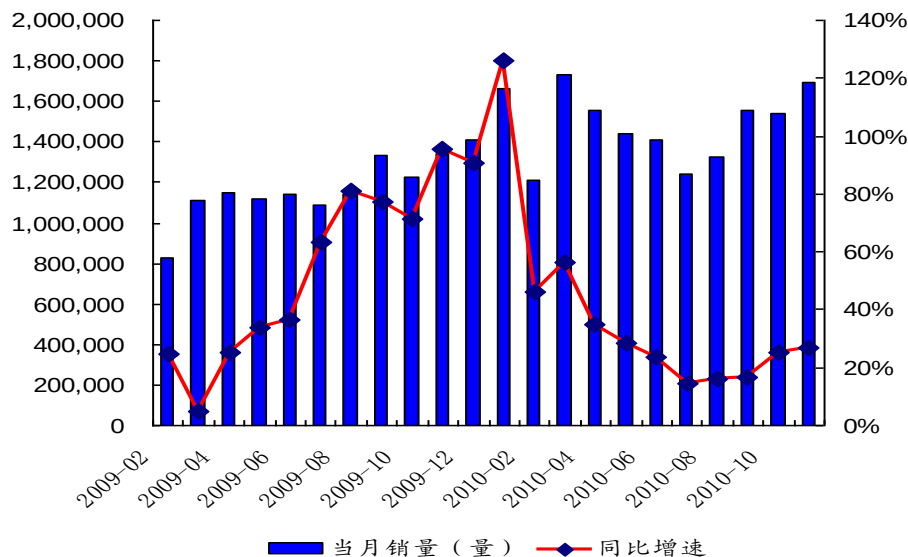
预计 2010 年全球海运量增长 2.7%，中国、新加坡和印度等亚洲国家将是原油消费重要的增量来源。受益于经济率先回暖、原油储备及汽车消费旺盛，2010 年中国进口原油海运量将增长 18%。新加坡和印度 2010 年海运进口量增速分别为 12%和 9%，而欧美 2010 年原油贸易合计量与 09 年持平。

图 24：2010 年中国原油进口量高速增长



数据来源：海关，国都证券

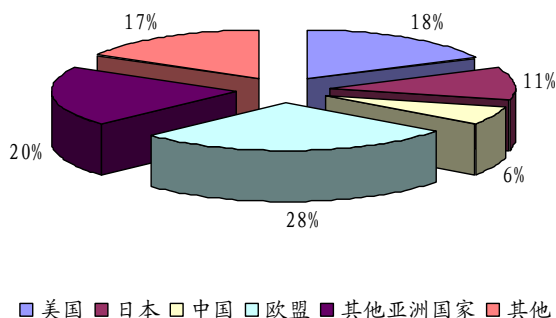
图 25：2009 年 2 月以来中国汽车销售量持续增长



数据来源：国家统计局，国都证券

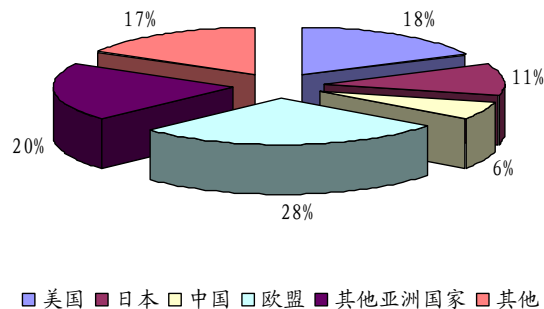
亚洲国家等远东国家原油消费量的增长及中东出口份额的下降将进一步拉长运距，从而消耗更多的运力。但由于中国等亚洲国家在原油市场所占份额较低，尚无法成为绝对主导力量，欧美消费仍是影响原油运输市场需求的最重要变量。

图 26: 2010 年原油进口地区分布



资料来源: 国都证券

图 27: 2010 年原油出口地区分布



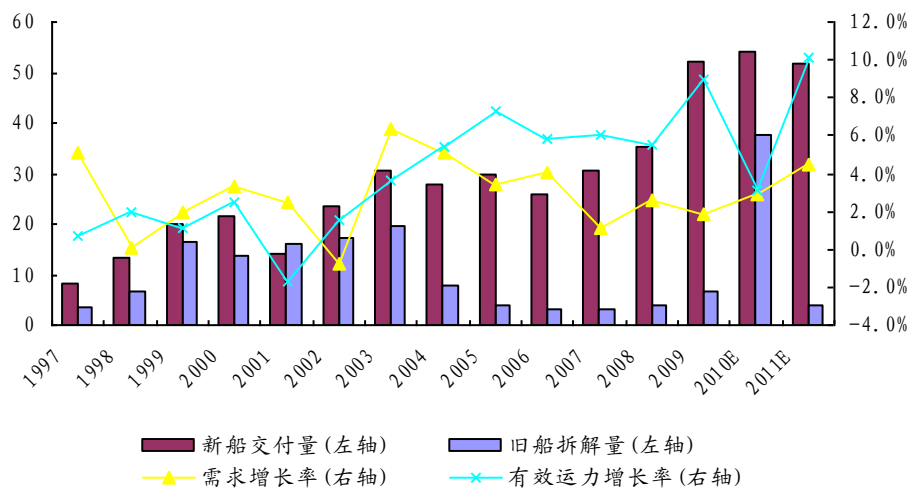
资料来源: 国都证券

中国出于国家安全考虑不断加大从更远距离的非洲进口石油的比例拉长了运距, 中国战略石油储备的实施加大进口需求量。

3.3 2011 年油轮运价将受到新交运力压力

由于单壳船淘汰原因, 预计 2010 年新增运力供需结构基本平衡, 为近 5 年最好局面。但 2011 年全球油轮交付量将达到 5360 万载重吨, 是 2010 年交付量的 2.5 倍, 届时如没有超预期的需求支撑或大量新船延迟交付事件出现, 油运价又将重新受到压力。

图 28: 未来油轮运力供需增长预测



数据来源: 国都证券

3.4 国油国运政策给中国船东带来了难得的发展机遇。

出于能源安全考虑, 政府相关部门曾提出了“国油国运”的思路, 即到 2010 年, 由中国船公司承运的进口油占比提高到 50%, 但 2010 年将难以达到 50% 的既定目标, 未来中国船公司业务量将饱满。

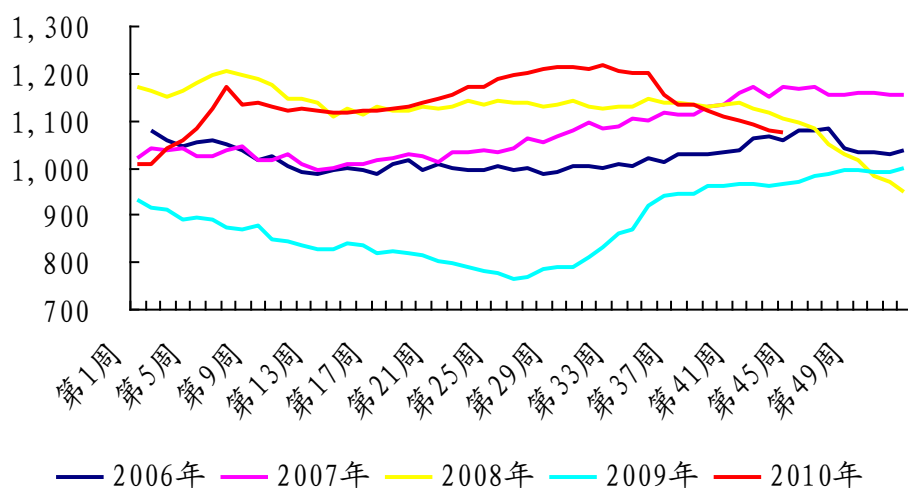
现有 3 家从事油运的上市公司全部与中国石化签订了长期合约, 长期协议既然保量又保价, 供需双方约定市场运价在一定区间内采取随行就市的定价原则, 超过该区间后, 采取下限贴补, 上限折让的定价原则, 长期协议的签署有利于减少上述 3 家油运公司业务波动的风险。

4 集装箱运输市场：有望最先复苏

4.1 运价走势回顾

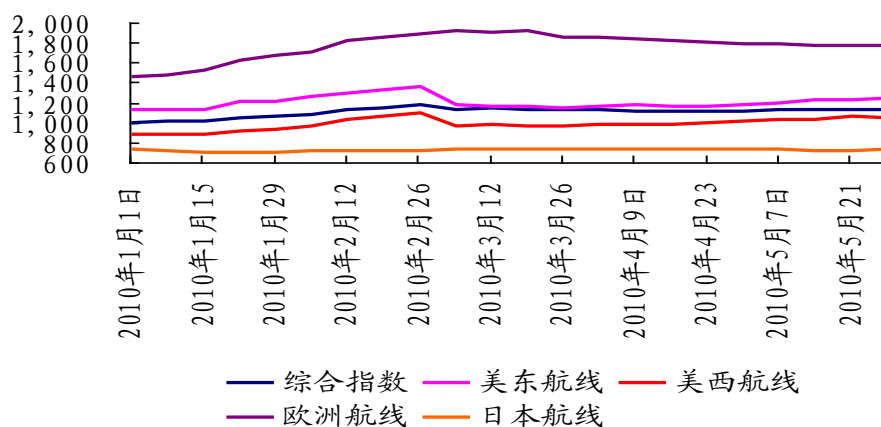
欧美等发达国家是集运的主要运输目的国，因此发达国家的经济走势决定了集运市场的需求状况，伴随着欧美经济的复苏，预计 2010 年全球集运需求增长 11.1%，而谨慎的运力投放使得集运市场是表现最好的细分市场。

图 29：近 5 年中国出口集装箱综合运价指数走势



数据来源：bloomberg，国都证券

图 30：2010 年中国出口集装箱分航线运价指数走势

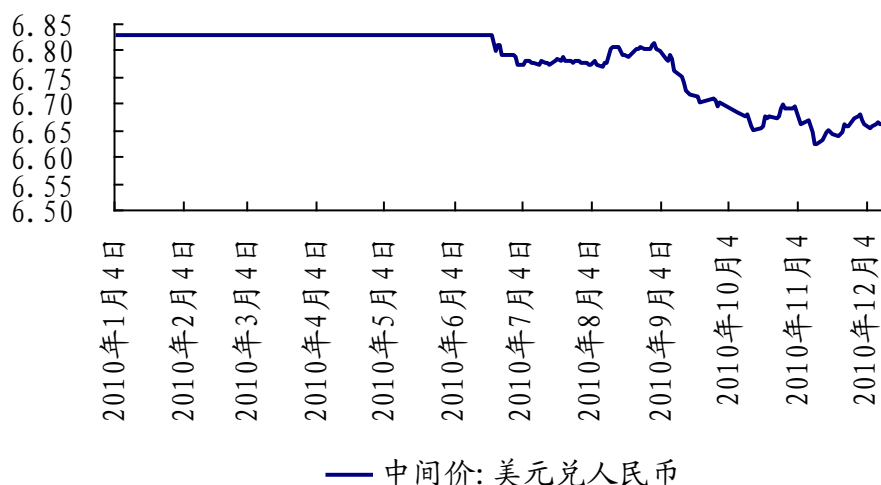


数据来源：bloomberg，国都证券

4.2 需求增长充满不确定性

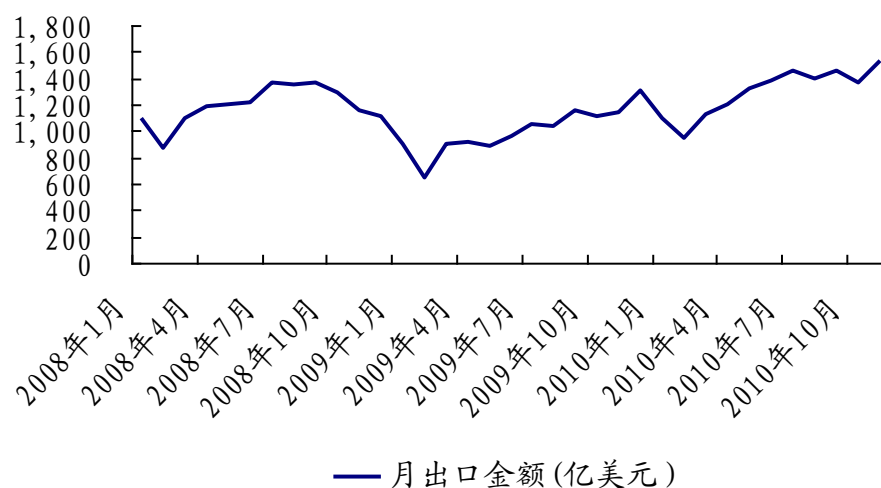
欧美消费是影响集装箱市场需求的最大因素，假设欧洲债务危机不进一步扩散，我们预计 2011 年集运贸易增长 10.2%，但欧洲主权债务危机、人民币的升值及贸易保护主义的抬头使后市需求变得不明朗。

图 31: 2010 年人民币对美元升值 2.71%



数据来源: bloomberg, 国都证券

图 32: 中国 2010 年出口额回升



数据来源: bloomberg, 国都证券

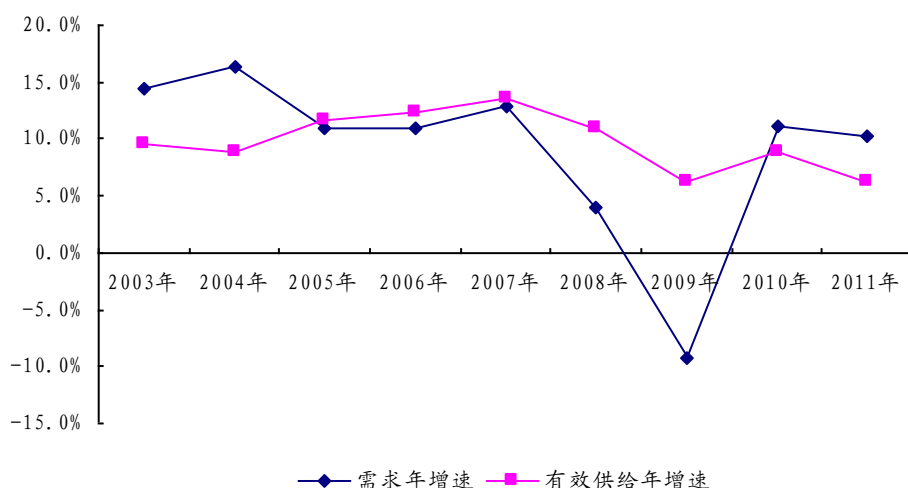
4.3 2011 年运力增加平稳

2011 年全球集装箱船运力比 2010 年同期增长 8.9%，由于新船订单稀少，目前手持订单占现有总运力比重已由年初的接近 40% 下降到 27%，是 3 大船型最小的，过剩运力有望最早消化。

4.4 2011 年集装箱运输市场将延续复苏之路

由于供需关系极大改善，预计 2011 年市场运价总体稳定，延续复苏之路。但欧洲主权债务危机给集装箱运输市场增加了很大的不确定性，但若市场需求再次下调，则联合封存运力又会被严格执行，我们判断 2011 年运价将趋于平稳。

图 33: 集装箱运力供需结构



数据来源: 国都证券

5 行业投资策略和重点上市公司评价

5.1 行业投资策略

2011 年经济回暖将带动航运需求的增长,但我们认为行业总体供大于求趋势明显,行业复苏尚需长时间等待,航运股仍不具有整体性投资机会。由于市场已习惯了航运业运价季度性和事件性的大幅波动,因此海运股随价格波动而产生的交易性投资机会也已丧失。2011 年海运市场的主要投机机会在特种散货运输市场,我们看好以运输出口大型机电设备为主且未来运力高快速增长的中远航运的投资机会。另外建议稳健投资人近期关注业绩相对稳定,而且 PB 值已处历史低位的沿海运输股中海发展 (PB 值 1.6) 的超跌反弹机会。

5.2 重点上市公司点评

中远航运 (600428)

公司居细分市场领先地位。公司所处件杂货运输行业是航运业中一个细分市场,具有竞争对手少、服务差异化、进入门槛高特点。公司居细分市场领先地位,主要承运大型出口机械设备及回程矿石货,主要航线分布在亚非拉地区,市场相对独立,受欧美经济波动影响小。船型结构优化后,公司业绩将进一步降低和 BDI 指数的关联性。

公司在高端业务半潜船市场竞争力进一步提升。新建及老旧钻井平台位移和维修将进入高峰期,半潜船运力需求将在 2011 年后激增,而现有新船订单有限,未来运力将供不应求。公司 2 条 5 万吨级半潜船在 2010 年和 2011 年交付完毕后,运力规模提高 2.5 倍,适货性和竞争力将大幅提升。由于货主对船舶和服务的要求较高,新进入者短期内难以对公司构成实质性威胁。

重吊船是公司业绩增长的重要驱动因素。能源和基建投资是拉动重吊船需求的两大动力,中国对亚非拉地区快速增长的大型机械设备出口保证了公司有充足的货源。公司重吊船运力自 2010 年起进入高速增长期,且向高端化发展,船队的高端化有利于公司承运附加值更高的货物,进一步提高盈利水平。

多用途船运价触底回升。多用途船市场运价已触底回升。多用途船订单占现有运力比例为 29%，远低于其他船型，而且由于多用途船船龄较老，面临净运力减少局面，运价将呈上升趋势。船队对公司利润贡献度将显著回升。

苦练内功提升长期竞争力。公司抓住造船好时机，迅速扩大运力规模，周期底部大量造船成就成本和规模优势，公司船队调整后将进一步降低与 BDI 关联度，未来盈利增长趋势确定。公司经营管理出色，布局网络、加大营销和提升管理的内功建设将增加公司的长期竞争力。

盈利预测及投资评级。预测 2010 年-2012 年每股收益分别为 0.25 元、0.56 元和 0.79 元，给予公司“短期推荐、长期 A”的投资评级

中海发展 (600026)

公司是中国沿海最大的能源运输商，收入以 COA 合同为主，将受益于煤运业务的量价齐升。油运业务是 2010 年业绩增长的刺激性因素，公司与中国石化签订了既保量又保价的长期运输协议，长期协议的签署有助于公司在获得好收益的同时平滑油运业的周期波动风险。通过资本纽带和首钢、中国石油国际实业有限公司、上海宝钢、神华、国电、华能、上海电力、广东粤电及中石化等主要大客户建立了长期稳固的合作关系，并通过与大客户成立合营公司的策略战略性锁定客户资源，我们认为，公司大客户战略有利于公司巩固和扩大市场份额，并降低运价波动风险。

公司运力增长与业务开拓匹配，新船订单全部落实。公司资产负债率低，同时有低成本融资渠道，可保证近期资本开支无需再融资。

预测 2010 年-2011 年的每股收益预测为 0.61 元、和 0.73 元，目前市净率为 1.6 倍，居历史估值低端。运力交付的压力使得 2011 年航运市场依然严峻，但由于公司具有煤运、油运、LNG 和铁矿石运输的平衡性业务结构，且长期合同和战略性客户居多，公司业绩的稳定性远好于其他航运 A 股上市公司，维持“短期推荐、长期 A”的评级。

长航油运 (600087)

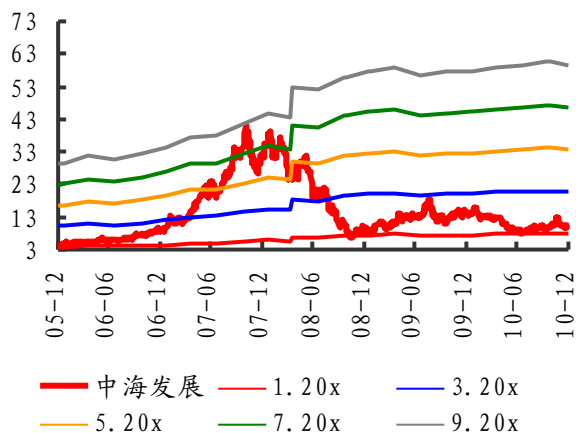
该公司公司已完成控股股东海上油运资产的整体上市，并将长江油运资产置换给控股股东，公司拥有和控制的海上运力实现跨越式增长，是油运价格上涨的最大受益者。

中国持续增长的石油进口量和国油国运战略政策拓展了公司发展空间。公司的实际控制人中国长航集团与中石化签订的《加强合作备忘录》和《运输合作协议》有助于平滑公司经营风险。未来油运价格的上行有望成为股价上涨催化剂。该股可作为激进型投资的重点关注品种。给予“短期中性、长期 A”的评级。

中国远洋 (601919)

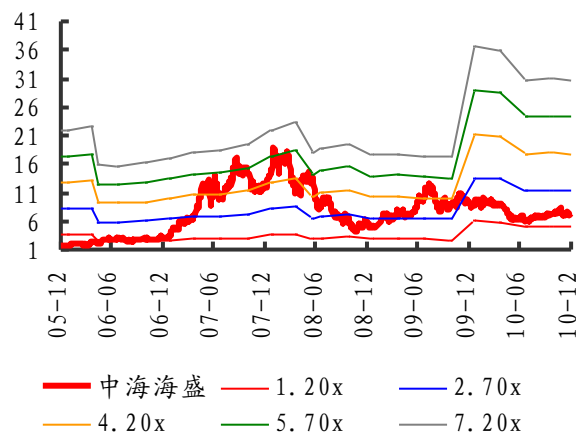
与 BDI 相关性最高，是运价反弹的最大收益者，公司控制的干散货船队规模居全球第一位，公司综合运用长期包运合同、期租和即期市场等经营方式，灵活经营，树立了很强的品牌影响力。作为中远集团的“上市旗舰、资本平台”，预计未来有收购集团资产的可能。该股可作为激进型投资的重点关注品种。给予“短期中性、长期 A”的评级。

图 34: 中海发展 PB 值居历史低位



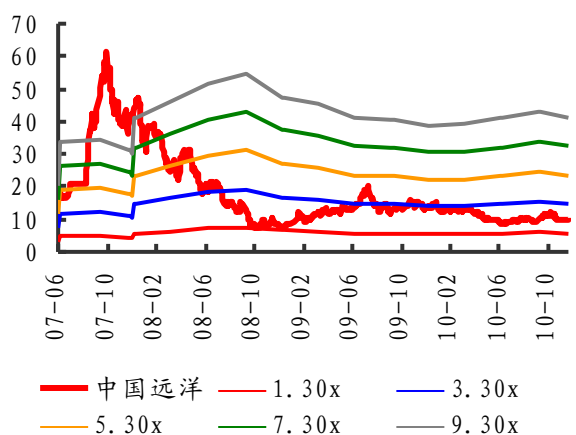
资料来源: 国都证券

图 35: 中海海盛 PB 值居历史低位



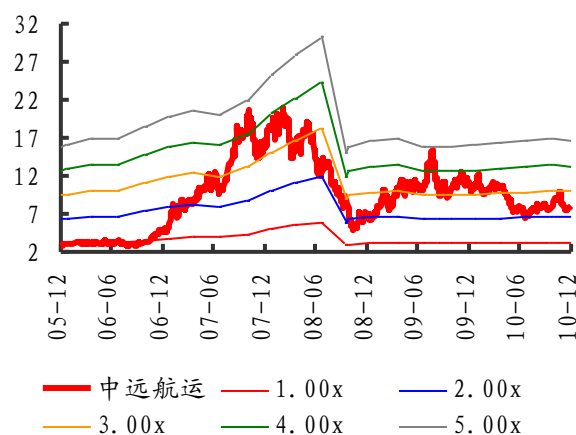
资料来源: 国都证券

图 36: 中国远洋 PB 值趋势



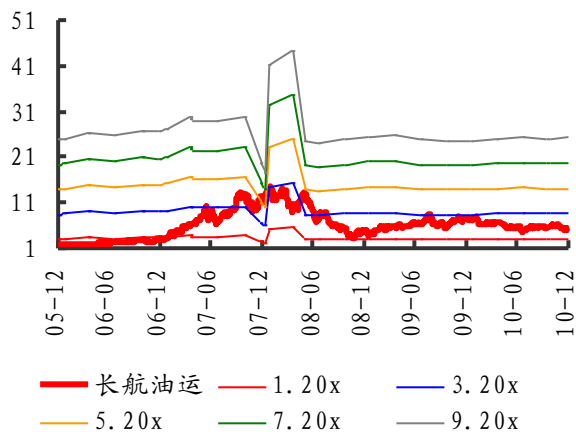
资料来源: 国都证券

图 37: 中远航运 PB 值趋势



资料来源: 国都证券

图 38: 长航油运 PB 值趋势



资料来源: 国都证券

图 39: 招商轮船 PB 值趋势



资料来源: 国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuwei hong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvai bing@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com