

水上运输业(010607)

从估值、催化剂和业绩看航运港口中投资机会

杨志清 交通运输业 分析师

电话: 021-68828417

eMail: yzq3@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511020011

从估值角度考虑:

我们通过比较航运港口公司估值情况得到估值较低的公司有宁波港、天津港、中海发展、招商轮船。

从催化因素考虑:

最近一季度以来油价的上涨导致储油油轮增多,对油轮公司较有利;内需扩大钢铁产量提高有利于内贸铁矿石运输企业以及港口。我们认为较为收益的有中海发展(VLCC 最多,外贸铁矿石拥有 COA 合同)、宁波港(长江口岸铁矿石吞吐量最多)

从业绩考虑:

我们认为中海发展和宁波港更有业绩支撑。

中海发展: 2010 年中海发展收入构成中内贸业务占 64%,其中内贸煤运和内贸油运分别占 30%。公司内贸业务中 COA 合同存在燃油附加条款,因此燃油成本上涨对公司利润影响有一定的抵消效应;公司外贸铁矿石业务由于于宝钢、首钢等大货主的合同运价,毛利率远高于市场。我们认为公司一季度业绩将达到 0.13 元,全年业绩 0.62 元。

宁波港: 一季度集装箱吞吐量增速达 20%,预计为全国增速最快的港口;同时太仓武港铁矿石码头全面投产,预计铁矿石业务也将贡献收益。我们认为宁波港一季度净利润同比增幅约为 15%-20%。

综上,我们认为在目前情况下最佳投资品种是宁波港、中海发展。

风险提示:

- 1、航运行业总体上仍处于产能过剩阶段,
- 2、中东局势短期难以稳定下来,未来一段时间燃油价格仍将在高位。

重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		10	11E	12E	10	11E	12E			
中远航运	8.09	0.27	0.30	0.51	30	27	15.9	2.43	9	买入
中海集运	4.65	0.35	0.26	0.34	13.3	17.9	13.7	-	5	持有
中海发展	9.53	0.50	0.62	0.70	19.1	15.4	13.6	0.64	11.2	持有
宁波港	3.43	0.16	0.21	0.24	21.4	16.3	14.3	0.52	4	买入
海峡股份	32.89	0.92	1.26	1.58	35.8	26.1	20.8	0.71	45	买入

数据来源: 公司报表, 广发证券发展研究中心

行业评级

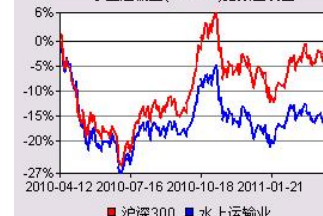
持有

前次评级

无评级

行业走势

水上运输业(010607)指数走势图



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	1.03%	4.61%	-13.51%
沪深 300	2.44%	5.87%	-0.74%

目录索引

一、从低估值的角度来看	3
二、从行业催化剂的角度来看	4
三、从业绩来看	5
(一) 航运行业	5
(二) 港口行业	5

图表索引

图 1: 近期油价大涨, 全球油轮储油量大幅度上升	4
图 2: 中海发展收入构成	5
表 1: 航运板块和港口板块最新估值情况	3
表 2: 航运股 PB 估值情况	3
表 3: 主要港口上市公司最新 PB 估值情况	3
表 4: 港口上市公司的最新 PE 估值情况	4

我们考察了最近航运和港口行业的估值水平：

目前航运板块的PB为2.04倍，最近5年最低点为1.23，最高点为12倍。航运板块目前的PE为18倍，最近5年最低点为3.2倍，最高点100倍。

目前港口行业的PB为2.4倍，最近5年最低点为2倍，最高点为8倍；港口行业目前的PE为21.8倍，最近5年最低点为14.2倍，最高点为60倍。

表1：航运板块和港口板块最新估值情况

	2011/4/12	最近5年峰值	最近5年谷值
航运股PB（整体法）	2.04	12	1.23
航运股PE（TTM）	18	100	3.2
港口行业PB（整体法）	2.4	8	2
港口行业PE（TTM）	21.8	60	14.2

数据来源：Wind

一、从低估值的角度来看

综合PE和PB，港口上市公司中低估值企业有天津港、宁波港；航运上市公司中低估值企业有中海发展、招商轮船。

（1）航运公司中PB最低的为中海发展（1.5X）和招商轮船（1.56X）；港口公司中PB最低的是天津港（1.44X）和宁波港（1.99X）；

低于行业均值的航运公司有中海发展、招商轮船、中海集运；低于行业均值的港口公司有宁波港、日照港、天津港和唐山港。

表2：航运股PB估值情况

	2011/4/12	最近3年峰值	最近3年谷值
中国远洋	2.23	7.89	1.28
中远航运	3.08	7.2	1.63
中海发展	1.5	5.92	1.11
中海集运	1.86	2.52	1.87
招商轮船	1.56	3.78	1.33
长航油运	2.6	4.98	1.25

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表3：主要港口上市公司最新PB估值情况

	2011/4/12	最近3年峰值	最近3年谷值
宁波港	1.99	3.59	1.73
上港集团	2.89	5.25	2.3
日照港	2.15	3.75	1.68
天津港	1.44	7.2	1.3
盐田港	2.41	4.08	1.4
深赤湾	3.35	4.46	2.29
唐山港	2.28	4.68	2.08
连云港	3.18	3.18	1.24

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

港口上市公司中PE最低的是深赤湾（18.2X）和天津港（18.56X）。低于行业均值

的公司有宁波港、上港集团、天津港和深赤湾。

表4: 港口上市公司的最新PE估值情况

	2011/4/12	最近3年峰值	最近3年谷值
宁波港	20.58	29.42	17.68
上港集团	19.69	40.71	4.44
日照港	22.83	49.25	6.52
天津港	18.56	41.59	12.37
盐田港	22.54	23.8	8.74
深赤湾	18.2	24.35	8.05
唐山港	23.17	32.97	21.82
连云港	50.28	66.1	18.09

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、从行业催化剂的角度来看

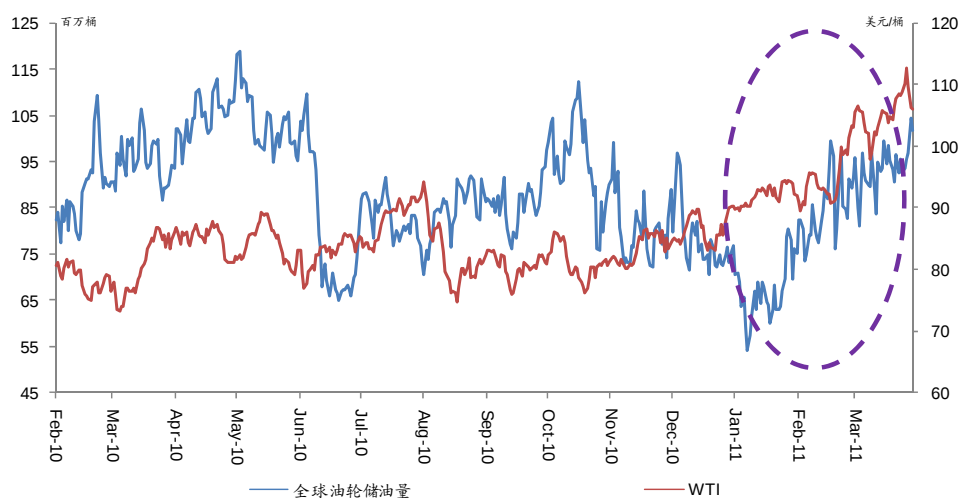
短期干散货行业和油轮行业运价存在上涨预期。受益上市公司有中海发展、招商轮船和长航油运。

(1) 内需增加对钢铁需求, 预计钢厂开工率会上升, 铁矿石采购热情将上涨, 对国内铁矿石和外贸铁矿石业务均有一定的利好。我们认为对中海发展和招商轮船较有利, 原因是中海发展和招商轮船与钢厂签有运价协议, 钢厂对铁矿石需求量的增多会直接导致他们的利润增加, 而如果是敞口的合同, 考虑到干散货市场运力仍过剩, 运价难以有起色。

(2) 随着油价不断升高, 目前用油轮储油量逐渐提高, 截止3月底, 油轮储油量较1月初上涨了30%。如果预期油价仍会上涨, 那么储油量有可能进一步增加。

我们认为油轮储油行为可能会对油轮运价构成正面影响。受益上市公司分别为中海发展、招商轮船和长航油运。

图1: 近期油价大涨, 全球油轮储油量大幅度上升



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

三、从业绩来看

航运股：我们寻找有业绩支撑，相对较为安全的标的。考虑到：（1）BDI在2011年1季度同比大幅下滑；（2）燃油成本大幅上涨；（3）VLCC的TCE水平处于历史相对低位；我们认为处于即期市场经营国际运输业务公司业绩表现将不佳，我们相对偏好选择内贸业务占比较多并且通过合同锁定外贸运输收益的公司。

港口股：我们寻找吞吐量增速较快，并且有提价效应的公司。

（一）航运行业

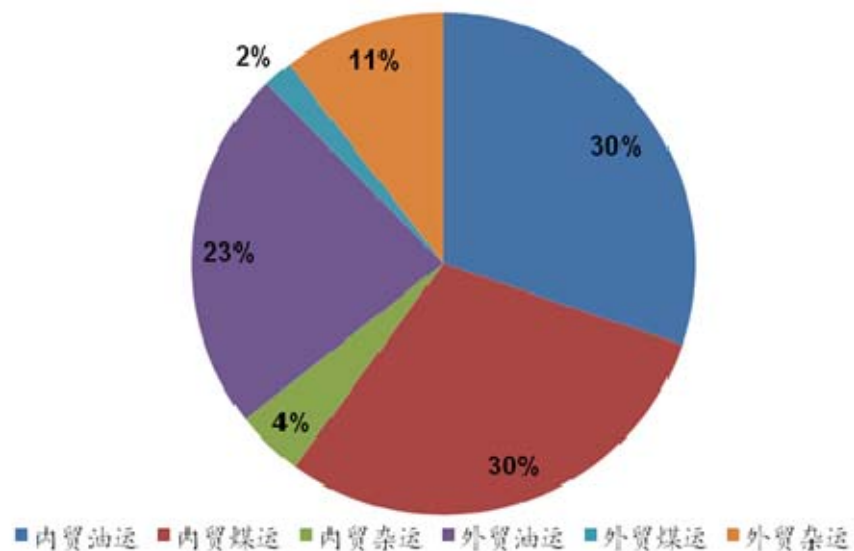
我们认为航运公司中中海发展可能会是2011年一季度航运公司中业绩表现较好的公司。

中海发展2010年内外贸业务占收入的比重为64%和36%。其中内贸油运和内贸煤运占比达60%，外贸油运和外贸杂运分别占23%和10%。公司内贸业务通常较为稳定，且存在燃油附加条款，可以抵消部分燃油附加条款。2011年公司内贸煤运COA合同价格较2010年有所上涨，内贸煤运业务收入预计继续上涨。

公司外贸业务主要由油运和杂运（铁矿石）构成。其中油运在即期市场经营，外贸铁矿石运输主要经营与宝钢、首钢的货主合同，运价较为稳定，盈利水平较高，受国际干散货市场干扰较少。

综上，公司的主营业务中一季度出现明显下滑的为外贸油运业务，考虑到公司外贸油运业务占收入的比重并不大，我们认为公司2011年一季度业绩同比持平并略有上涨。我们预计公司一季度业绩为0.13元，2011年业绩为0.62元。

图2：中海发展收入构成



数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

（二）港口行业

我们认为航运公司中中海发展可能会是2011年一季度航运公司中业绩表现较好的公司。

我们认为港口类上市公司中宁波港是符合我们选股标准的公司。

3月份宁波港的集装箱吞吐量达117.5万TEU，同比增长29.8%；2011年一季度宁波港的集装箱吞吐量为334.3万TEU，同比增长21.8%（深圳港同比增长3.55%，上港集团

同比增长12.29%)。我们预计宁波港的集装箱吞吐量增速应继续保持全国第一。

考虑到：(1)公司集装箱业务吞吐量高速增长；(2)太仓武港码头全面投产后将使宁波港铁矿石吞吐能力扩大70%，部分进口铁矿石可能会回流至宁波港；(3)如果宁波实华二期45万吨原油码头在2011年投产，原油吞吐能力提高一倍。

我们预计宁波港2010-2012年全面摊薄后EPS为0.16、0.19和0.23元，三年业绩复合增长率为19.9%。2011年一季度业绩将维持15%-20%的增速。

四、风险提示

- 1、航运行业总体上仍处于产能过剩阶段，供给压力可能给行业带来下行风险。
- 2、中东局势短期难以稳定下来，未来一段时间燃油价格仍将在高位。

广发交通运输行业研究小组

杨志清，分析师，同济大学工学博士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名，2009年新财富交通运输行业最佳分析师入围，2009年今日投资交通运输行业最佳分析师第一名，2010年进入广发证券发展研究中心。

董丁，分析师，东北财经大学经济学硕士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2008年进入广发证券发展研究中心。

张亮，研究助理，上海交通大学管理学硕士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2010年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zl23@gf.com.cn，021-68815254。

广发证券——行业投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。