杨鑫[1] CFA
分析员，SAC 执业证书编号：S0080208020077
yangxin@cicc.com.cn

聂迪中
分析员，SAC 执业证书编号：S0080210060007
niedz@cicc.com.cn

5 月份航运业月报

板块业绩风险已充分释放

上月股价表现回顾：

由于航运公司一季报业绩低于预期，航运板块整体跑输大盘，中金航运 A 股指数过去一个月回落 6%，跑输大盘 1 个百分点。其中中海集运和中国远洋分别下跌 10%和 9%，在板块中处于领跌位置；中远航运、招商轮船走势与大盘基本一致；长航油运上月上涨 3%，跑赢大盘 7 个百分点，走出独立行情。

行业数据点评：

集装箱运输：4 月份集运市场已步入旺季，上海出口集装箱运价指数从 4 月初的 1012.63 点上涨 6%至 5 月 6 日的 1069.03 点。但是细分市场却出现分化：**美线运价提升，**4 月份货量不断攀升，美东航线甚至出现爆舱及甩箱的情况。美西、美东航线 5 月 6 日基本港市场运价分别为 1843 美元/FEU 及 3209 美元 /FEU，较 4 月初分别上涨 13%及 10%。主要船东大客户运价谈判基本结束，平均为 1800 美元/FEU，比去年的 1900 美元/FEU 略低，但高于之前 1600 美元/FEU 左右的现货运价。**欧线运价续跌**，虽然货量不断恢复，但是由于运力不断投放和部分船公司压价揽货的行为，欧洲和地中海航线市场运价较 4 月初均下降 7%，分别报收 919 美元/TEU 及 914 美元 /TEU。从供给方面 4 月份交付船舶 75%是 8000TEU 以上的大船，对于欧线运价有较大压力。二三季度为传统旺季，美线随着大客户运价谈判的结束已经有所上扬，而欧线在超跌后也有可能出现一定幅度的反弹。**我们继续维持旺季运价攀升，但是高度难超去年的判断。**长期来看，未来集运行业供求仍处于弱平衡状态，船公司联合程度以及经营策略仍对运价起到重要作用。考虑到国际油价维持高位，预计班轮公司盈利明显低于去年。

散杂货运输：4 月中旬以来 BDI 低位反弹，但反弹高度有限，5 月 9 日报收 1348 点。纵观前 4 个月 BDI 基本维持在 1000-1600 点区间的低位震荡，大部分船公司难以盈利。从需求的角度看来，中国铁矿石进口量 4 月份同比和环比分别回落 4%和 11%；国际煤炭价格高企，4 月份煤炭进口量表现仍然不佳。从供给的角度分析，4 月份运力净增量增速继续放缓。**我们预计 BDI 在 5 月将震荡调整，上行空间有限。**长期来看，干散货海运市场运力将持续过剩，我们维持 2013 年前运价无法真正逆转的判断。

油轮运输：4 月份原油轮市场继续震荡走低，中东到远东 VLCC 的 TCE 租金水平由 3 月份的 3.5 万美元/天下降至 4 月份的 1.5 万美元/天,5 月 6 日进一步下探至 1.0 万美元/天。二季度是传统的油轮运输淡季，我们预计运价将低位震荡。长期看来 2011 年油轮行业仍难以出现实质性反转。

投资建议：

航运板块：维持板块的中性评级。

中海集运（601866.SH）：由于一季报业绩低于预期，股价从前期高点累计回调 22%。公司公布的去程涨价计划，5 月 15 日和 6 月 1 日将分别上调地中海航线和欧洲航线的运价，幅度为 50 美元/TEU 和 275 美元/TEU。往后来看，我们认为油价趋稳和旺季运价反弹将给迎来介入时机。

中国远洋（601919.SH）：A 股股价距前期高点回调了 10%；目前的股价与 09 年初金融危机后的水平相当，下跌空间十分有限。我们认为短期股价存在超跌反弹机会，但行业基本面并未发生根本性转变，较难有持续跑赢大盘的机会。

中远航运（600428.SH）：短期来看，投资者会担心国际局势动荡对中国海外工程项目的负面影响，以及二季度的业绩下滑。而长期来看，中国海外工程承包稳健增长的大趋势并未改变，中远航运长期的成长故事也并未改变。同时基于广阔的长期成长空间和短期的负面投资情绪，我们维持 7-10 元的区间交易。

风险：

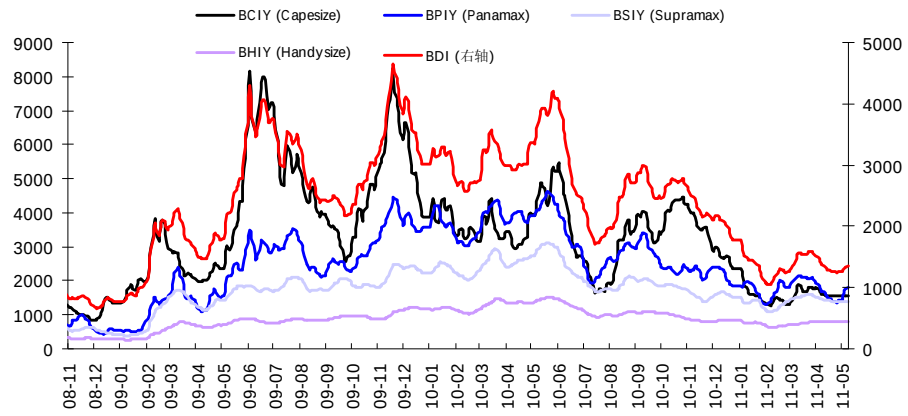
受政治风险影响国际油价大幅飙升、二季度交船量超预期、外部宏观经济差于预期。

[1]报告贡献人：夏雨（xiayu@cicc.com.cn）

干散货航运：BDI 反低位震荡，预计旺季反弹有限

2011 年以来，BDI 整体表现为低位震荡的格局，震荡区间在 1000-1600 点之间。4 月下旬至今，BDI 如上期月报提示低位反弹，反弹高度有限，5 月 9 日报收 1348 点。

图表 1：BDI 低位反弹



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

4 月份 Capesize 的程租 TCE 水平仅有 5760 美元/天，比 3 月份回落 39%，2011 年 4 月 29 日仅为 5298 美元/天，运价仍与 Handy 倒挂。

4 月份 Panamax 的程租 TCE 水平为 9886 美元/天，较 3 月回落 27%，2011 年 4 月 29 日仅为 9396 万美元/天。

图表 2：各型号干散货船的 TCE 水平

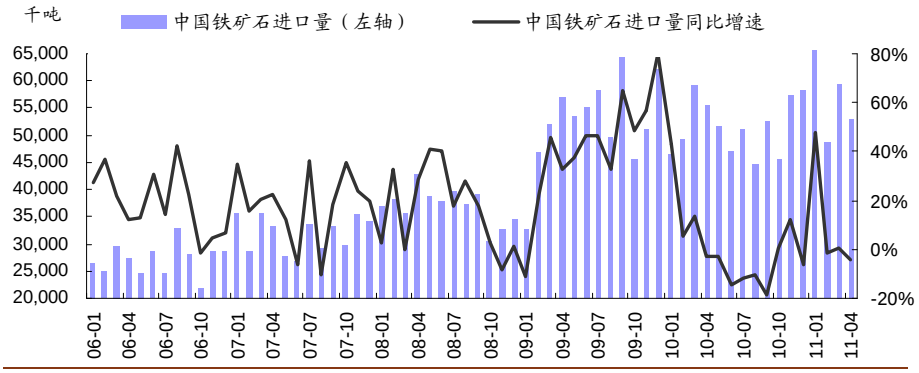
美元/天	即期市场等价期租水平						
	11年4月	11年3月	环比增长	11年4月	10年4月	同比增长	11-4-29
Capesize-99/00年建造	5,760	9,514	-39%	5,760	27,764	-79%	5,298
Panamax-97/98年建造	9,886	13,557	-27%	9,886	24,609	-60%	9,396
Handymax-45,00dwt	13,302	13,650	-3%	13,302	23,053	-42%	12,688

美元/天	一年期租水平						
	11年4月	11年3月	环比增长	11年4月	10年4月	同比增长	11-4-29
Capesize-150,000 dwt	11,253	13,500	-17%	11,253	27,900	-60%	10,000
Panamax-65,000 dwt	8,425	9,438	-11%	8,425	17,150	-51%	8,250
Handymax-45,00 dwt	13,300	13,563	-2%	13,300	20,460	-35%	13,000

资料来源：Clarkson，中金公司研究部

中国 4 月份铁矿石进口量为 5288 万吨，环比回落 11%，同比回落 4%。1-4 月份平均每月 5749 万吨的进口量较 10 年 5158 万吨的月度均值上升 11%。

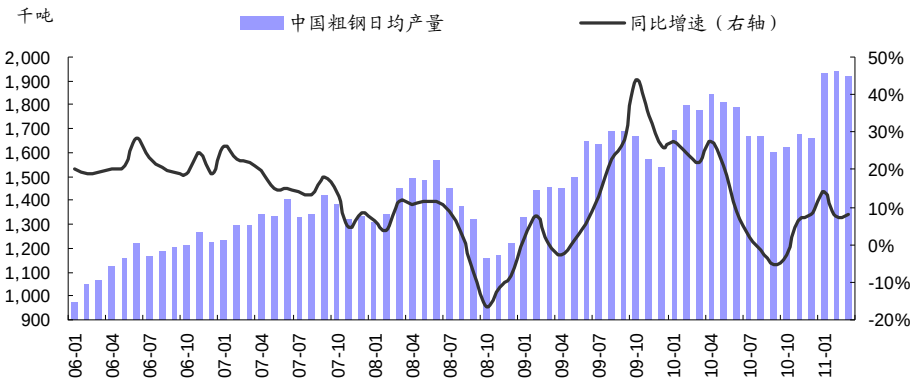
图表 3：中国铁矿石进口量 4 月份同比回落 4%



资料来源：CEIC，中国海关，中金公司研究部

2011 年 3 月份粗钢日均产量在 191.7 万吨/天，同比去年 3 月回升 8%，环比回落 1%。

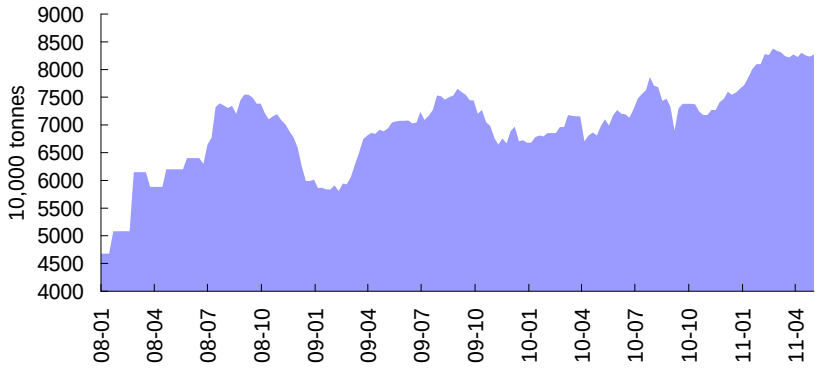
图表 4：中国粗钢3 月份的日均产量环比小幅回落



资料来源：CEIC，中钢协，中金公司研究部

中国港口铁矿石库存微幅攀升，5 月 6 日总库存量约为 8272 万吨，比四周前增加 50 万吨。

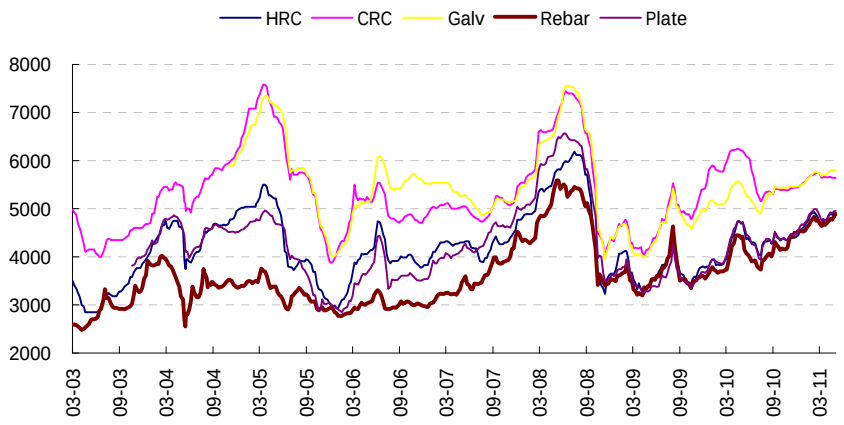
图表 5：中国铁矿石港口库存微幅攀升



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

截至 5 月 6 日国内钢材现货价格呈小幅反弹态势，其中建筑相关的螺纹钢较四周前环比上涨 3%，其他品种环比涨幅 0%-2%之间。

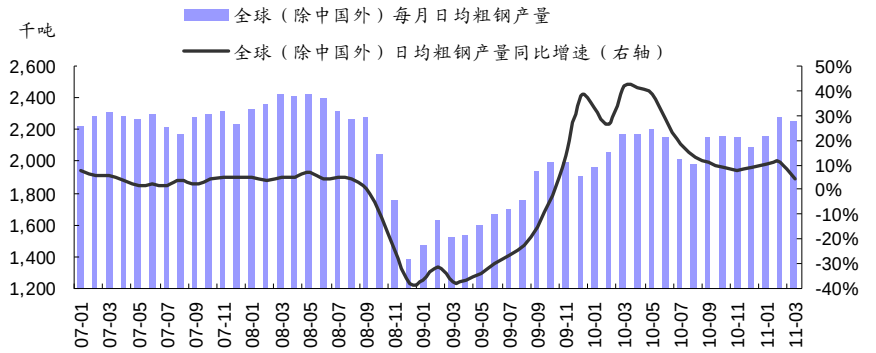
图表 6：国内主要钢材品种现货价有所反弹



资料来源：彭博资讯，钢之家，中金公司研究部

2011 年 3 月份，中国以外世界其他地区的粗钢日均产量环比小幅回落 1%；同比增长 4%，同比增速较上月放缓 6.8 个百分点。

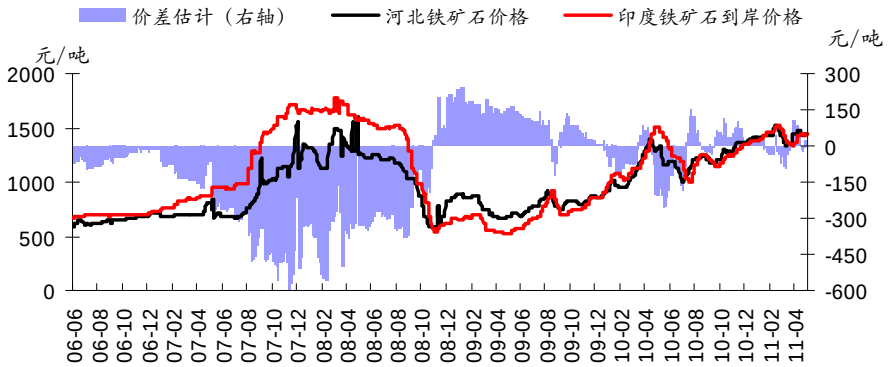
图表 7：中国以外其他地区的粗钢产量 3 月份环比回落 1%



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

最近一个月印度现货矿到岸价上涨 5%，而国产矿价格则与上月持平。5 月 6 日，印度铁矿石到岸价格比国产铁矿石便宜仅 6 元人民币/吨，而 4 月 6 日印度矿到岸价比国产矿便宜约 81 元人民币/吨。

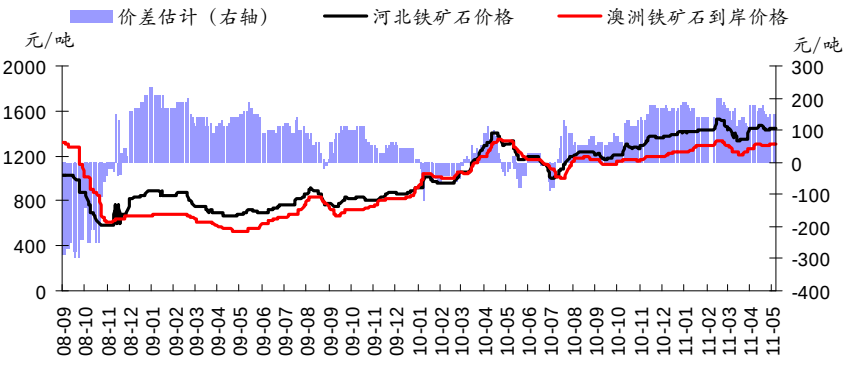
图表 8：印度进口矿较国产矿价格略便宜



资料来源：彭博资讯，钢之家，中金公司研究部

最近一个月澳洲现货矿到岸价上涨 2%，而国产铁矿石价格与一个月前持平。2011 年 5 月 6 日，澳洲铁矿石到岸价格比国产铁矿石价格便宜约 150 人民币/吨，而 2011 年 4 月 6 日差价为 180 元人民币/吨。

图表 9：澳洲进口矿价略低于国产矿价格

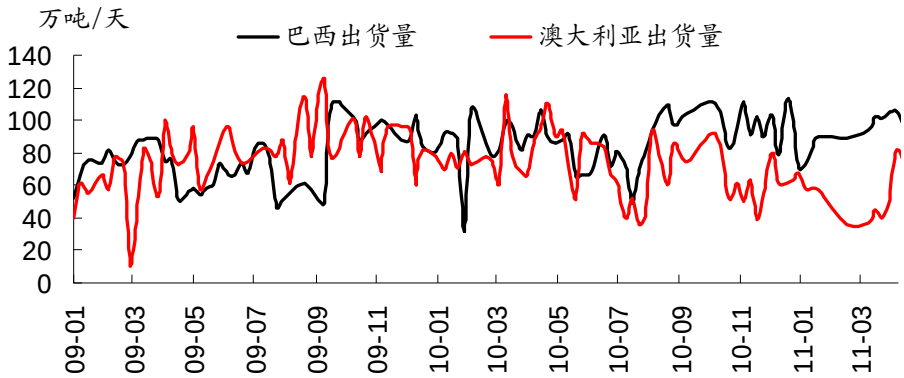


资料来源：钢之家，中金公司研究部

巴西最近的铁矿石出港量保持平稳：5 月 2 日至 5 月 15 日预计出港的铁矿石约 1151 万吨。

澳大利亚最近的铁矿石出港量显著上升：5 月 2 日至 5 月 15 日预计出港的铁矿石约 762 万吨。洪水影响基本消退，出货量明显回升。

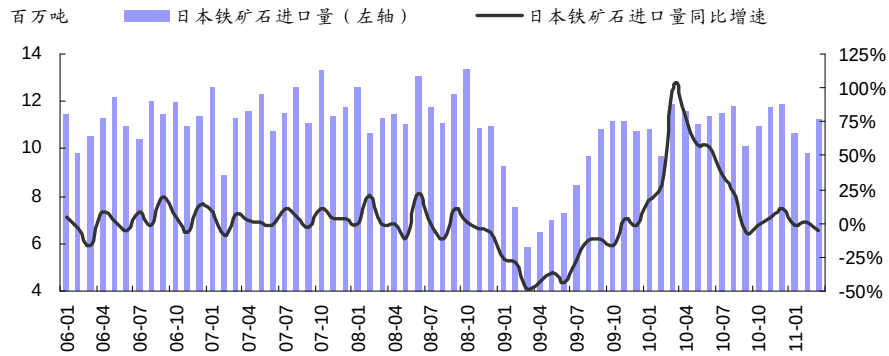
图表 10：巴西、澳大利亚铁矿石装港量



资料来源：钢之家，中金公司研究部

2011 年 3 月份全球第二大铁矿石进口国日本的铁矿石进口量环比回升 15%，同比回落 5%，同比增速放缓 6.3 个百分点。

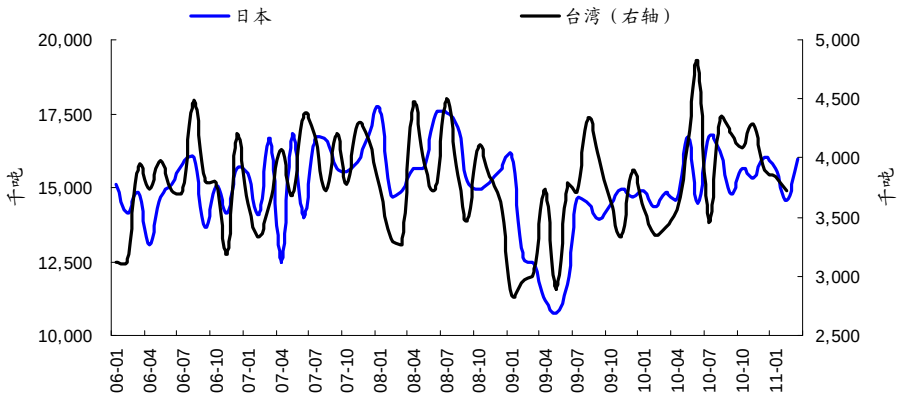
图表 11：日本的铁矿石进口量 3 月份环比回升、同比回落



资料来源：CEIC，中金公司研究部

全球第一大的煤炭进口国日本的煤炭进口量在 2011 年 3 月份环比回升 9.4%，同比增长 7.6%。

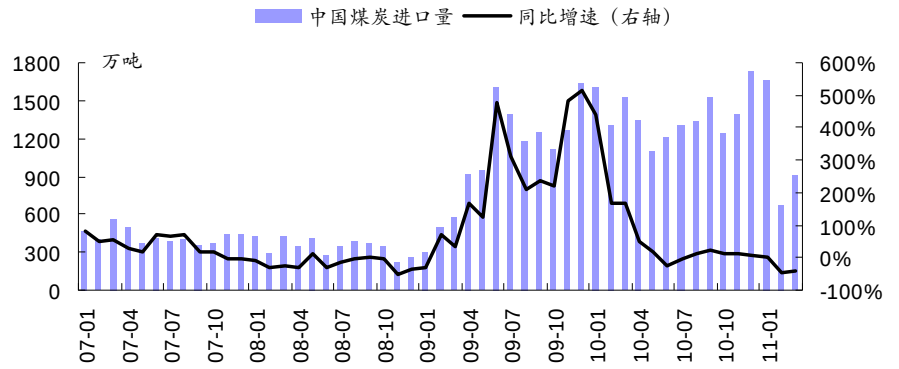
图表 12：亚洲煤炭进口国家或地区的煤炭月度进口量



资料来源：CEIC，中金公司研究部

由于国际煤炭价格高企，中国 2011 年 3 月的煤炭进口量 905 万吨，环比回升 33.9%；同比下降 41%。

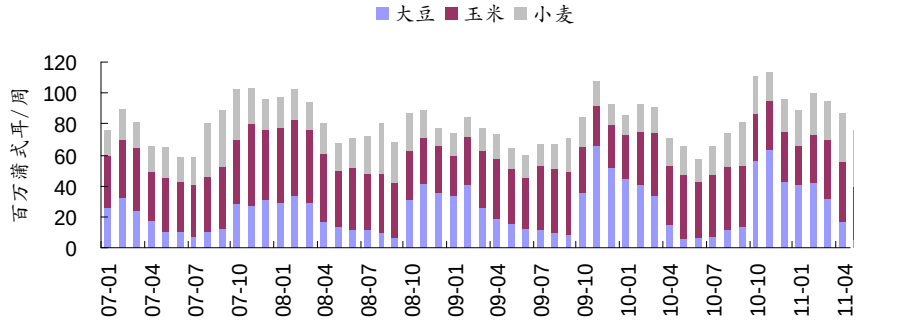
图表 13：中国煤炭进口量 2011 年 3 月份环比低位反弹



资料来源：CEIC，中金公司研究部

美国 4 月份三种主要粮食作物的出口量合计环比下滑 9%，同比上升 23%。

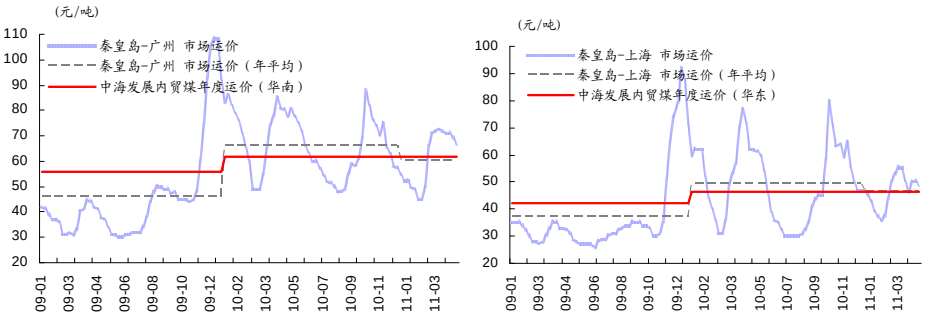
图表 14：美国粮食出口 4 月份出现季节性下降



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

5 月 4 日，秦皇岛到广州和上海的沿海煤炭运价分别为 67 元/吨和 49 元/吨，比一个月前分别回落 7%和 2%。但目前秦皇岛到华南和华东的市场运价仍高于 2010 年的中海发展合同运价。

图表 15：沿海煤炭市场运价震荡回落



资料来源：中华航运网，中金公司研究部

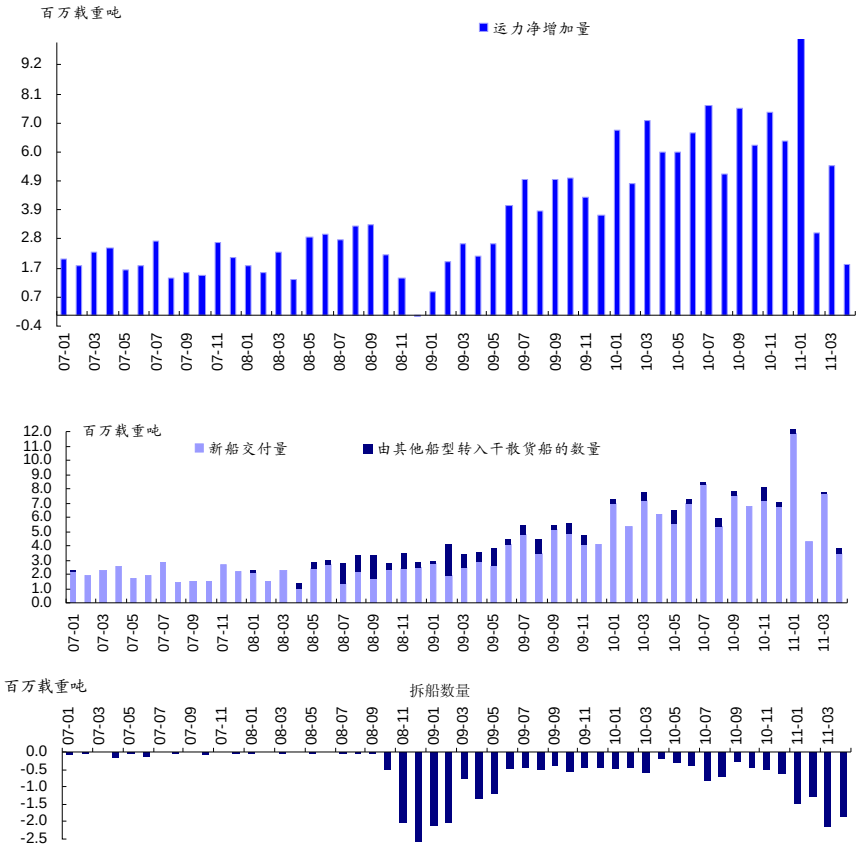
2011 年 1-4 月干散货市场净增运力约 2142 万载重吨，平均每月 536 万载重吨，低于 10 年全年平均每月 642 万载重吨的水平；

2011 年 1-4 月全球共有 2723 万载重吨的新干散货船投入运营，平均每月 681 万载重吨，小幅高于 1-年全年平均每月 660 万载重吨的水平。

2011 年 1-4 月全球共有 673 万载重吨的旧干散货船拆解，平均每月 168 万载重吨，高于 10 年全年每月平均 49 万载重吨的水平。

2011 年 4 月单月来看，初步统计当月净增运力 188 万载重吨，其中新船交付 342 万载重吨，旧船拆解 187 万吨,其他船型转入 33 万吨。

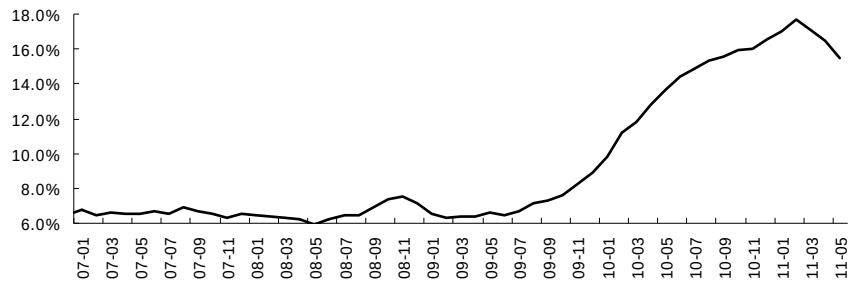
图表 16：2011 年 1-4 月散货船新船交付量达到 2723 万吨



资料来源：Clarkson，中金公司研究部

2011 年 4 月底全球干散货船同比增长了 15.4%，较上月有所回落，但仍显著高于油轮和集装箱运输行业。

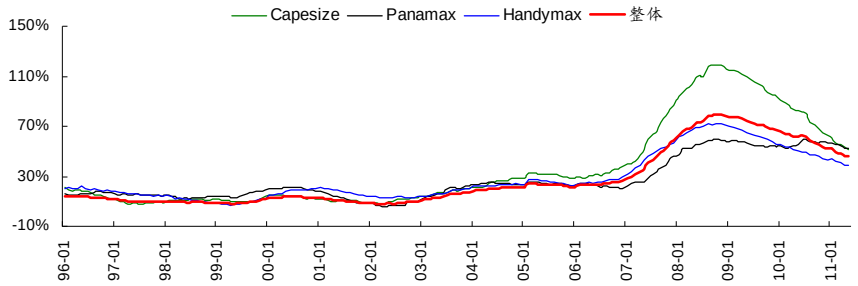
图表 17：全球干散货船运力的同比扩张速度出现下降，至 15.4%



资料来源：Clarkson，中金公司研究部

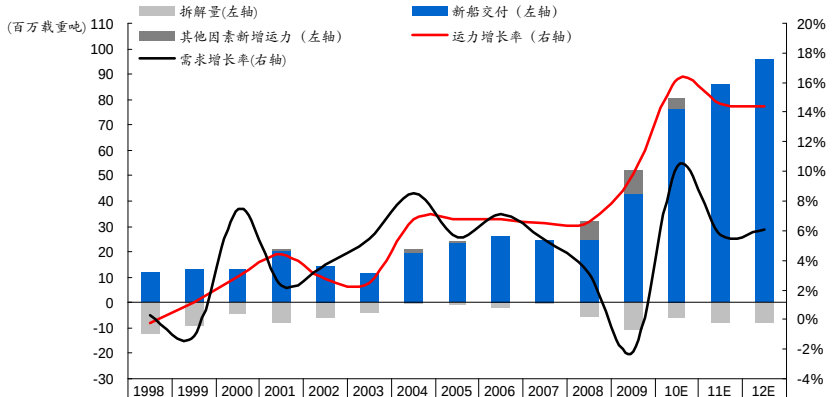
目前订单量占现有运力比例仍然高达 46%，08 年四季度以来一直呈下降趋势，这一比例高于历史正常水平，也明显高于油轮和集装箱船目前的水平。干散货船运力过快增长的压力还未消失。

图表 18：干散货船手持订单运力占目前船队运力的比例为 46%



资料来源：Clarkson，中金公司研究部

图表 19：全球干散货航运业供求关系预测



	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	10E	11E	12E
其他因素新增运力（左轴）	0.0	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0	1.4	0.8	0.3	0.1	7.4	9.0	4.2	0.0	0.0
新船交付（左轴）	11.8	12.7	13.2	20.7	14.4	11.6	19.7	23.4	26.0	24.7	24.5	43.1	76.03	85.8	95.8
拆解量(左轴)	-12.2	-9.1	-4.5	-8.1	-5.9	-4.1	-0.3	-0.9	-1.8	-0.4	-5.5	-10.7	-5.7	-8.2	-8.2
需求增长率(右轴)	0.3%	-1.1%	7.5%	2.3%	3.7%	5.5%	8.5%	5.6%	7.2%	5.3%	3.1%	-2.2%	10.4%	5.8%	6.1%
运力增长率（右轴）	-0.3%	1.2%	3.0%	4.4%	2.7%	2.5%	6.8%	6.8%	6.8%	6.5%	6.6%	9.8%	16.3%	14.6%	14.4%

资料来源：Clarkson，中金公司研究部

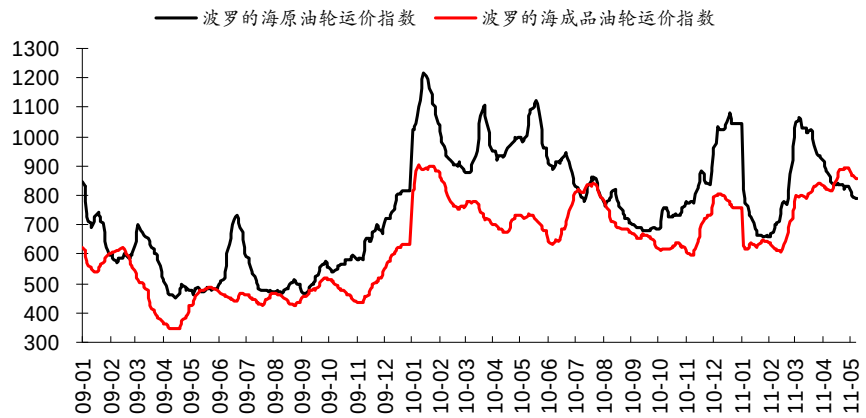
我们预计 2011 和 2012 年全球干散货航运市场的运量需求增长 5.8%和 6.1%，运力增长 14.6%和 14.4%，供给增长快于需求增长，因此我们维持对干散货市场的长期观点不变：干散货运输业 2011-2012 年还不能走出行业低谷。

油轮运输：即将步入淡季

波罗的海原油轮运价指数从 3 月 9 日高点累计回调 25%至 792 点。

波罗的海成品油轮运价指数总体走势平稳，较一个月前小幅上涨 5%至 857 点。

图表 20：波罗的海原油和成品油运价指数



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

4 月份双壳 VLCC（TD3）的程租 TCE 水平环比下降 58%至 1.5 万美元/天，至 4 月 29 日仅为 8462 美元/天，初步体现了淡季特征。

4 月份 MR 的程租 TCE 环比回升 33%至 1.1 万美元/天，至 4 月 29 日上升至 1.3 万美元/天左右。

图表 21：各型号油轮的租金水平

美元/天	即期市场等价期租水平						
	11年4月	11年3月	环比增长	11年4月	10年4月	同比增长	11-4-29
VLCC-中东至日本-Modern	14,557	34,951	-58%	14,557	64,054	-77%	8,462
Suesmax-Modern	19,235	38,971	-51%	19,235	35,013	-45%	18,985

美元/天	一年期租水平						
	11年4月	11年3月	环比增长	11年4月	10年4月	同比增长	11-4-29
VLCC-双壳-310,000 dwt	30,000	30,000	0%	30,000	41,400	-28%	30,000
Suesmax-双壳-150,000 dwt	21,000	21,000	0%	21,000	26,000	-19%	21,000

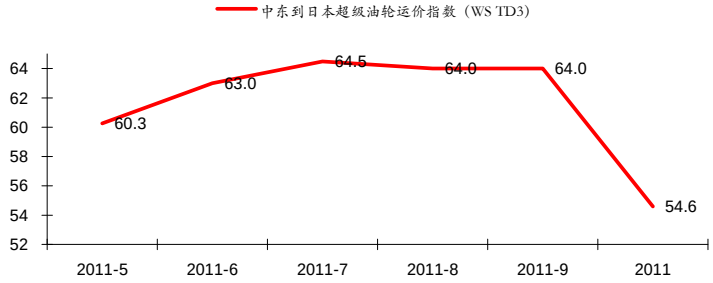
美元/天	即期市场等价期租水平						
	11年4月	11年3月	环比增长	11年4月	10年4月	同比增长	11-4-29
Dirty重油油轮-50,000 dwt	15,650	21,783	-28%	15,650	16,570	-6%	14,810
MR清洁油轮	11,085	8,312	33%	11,085	5,421	104%	12,579

美元/天	一年期租水平						
	11年4月	11年3月	环比增长	11年4月	10年4月	同比增长	11-4-29
7.4万吨成品油轮	15,800	15,188	4%	15,800	16,200	-2%	15,750
3.7万吨成品油轮	12,300	12,000	2%	12,300	10,600	16%	12,500

资料来源：Clarkson，中金公司研究部

2011 年 5 至 2011 年 9 月交割的 FFA 价格均处于 60 到 64 之间，略高于现货价格。

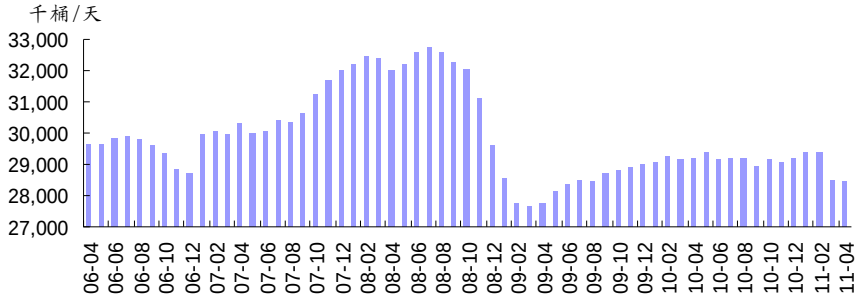
图表 22：中东到日本 VLCC 的 FFA 价格略高于现货价格



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

石油输出国组织的原油产量 4 月预计为 2843 万桶/天，比 3 月减少 9.2 万桶/天，降幅约 0.3%，但总体趋势依然保持平稳。

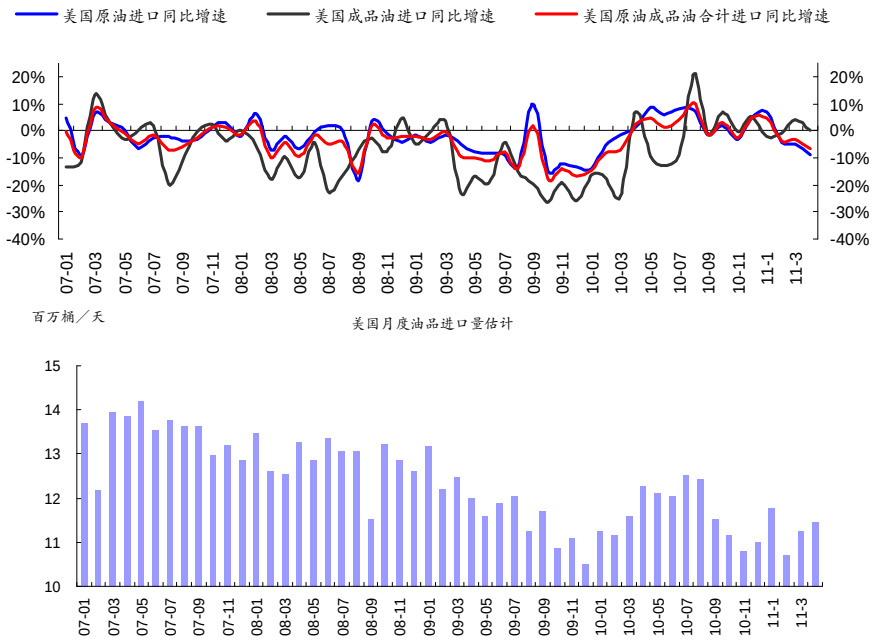
图表 23：OPEC 原油产量 4 月份继续下降



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

根据周数据估算，美国 4 月油品进口量环比回升 2%，同比回落 7%；其中原油进口量环比回落 1%，同比回落 9%；成品油进口量环比回升 15%，同比回升持平。

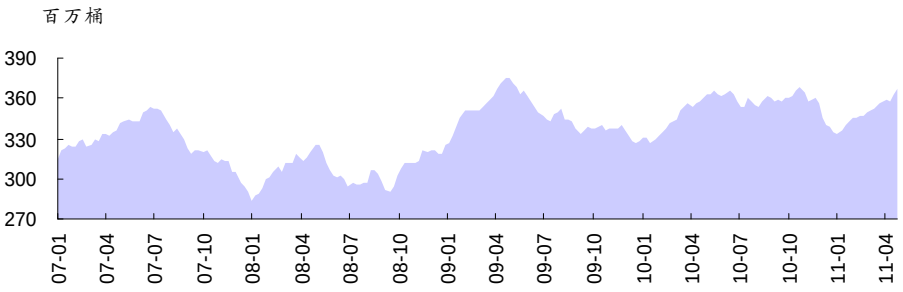
图表 24：美国原油、成品油进口量



资料来源：EIA，中金公司研究部

截至 2011 年 4 月 29 日，美国社会原油库存为 3.67 亿桶，比一周前回升 1%，比四周前回升 2.5%。

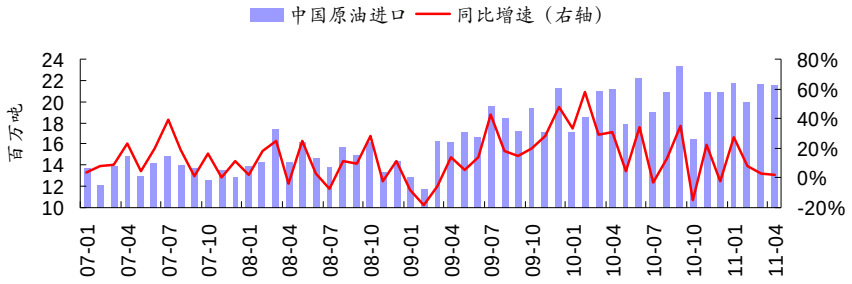
图表 25：美国社会原油库存继续回升



资料来源：EIA，中金公司研究部

对全球原油贸易增量贡献最多的中国，2011 年 4 月份原油进口量为 2154 万吨，比 3 月份环比略降 0.6%，同比增长 2%。1-4 月中国原油进口量累计同比增长 9%。

图表 26：中国原油进口量 2011 年 4 月环比持平、同比略涨



资料来源：CEIC，中金公司研究部

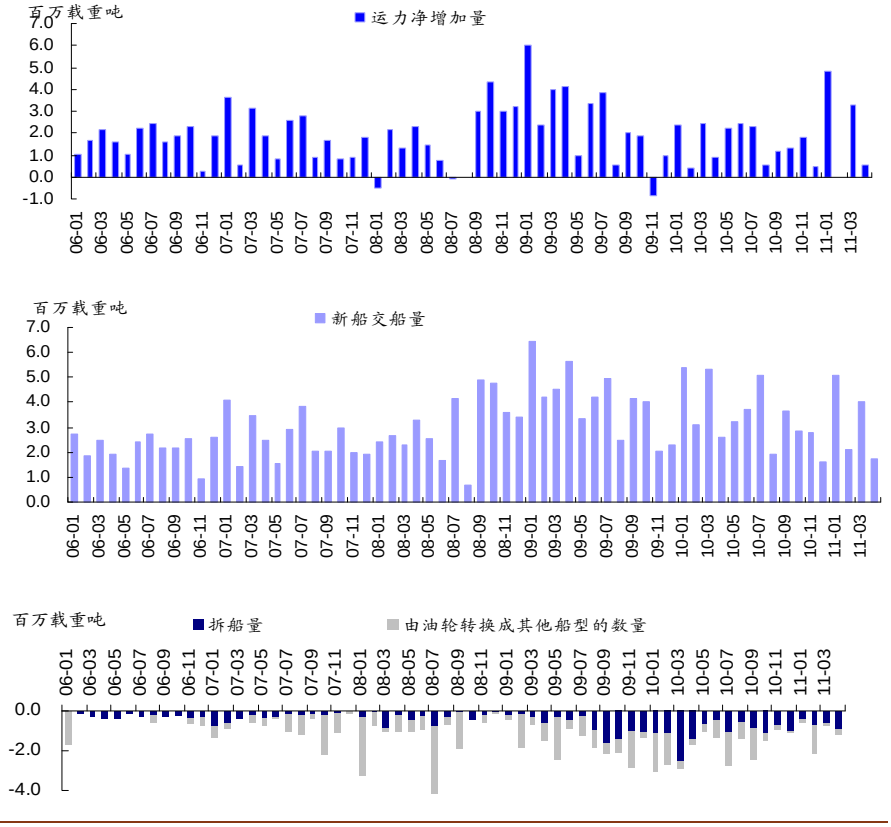
2011 年 1-4 月油轮市场净增运力约 864 万载重吨，平均每月 216 万载重吨，略高于 2010 年每月 152 万载重吨的水平；

2011 年 1-4 月全球共有 1297 万载重吨的新油轮投入运营。平均每月新交油轮运力 324 万载重吨，略低于 2010 年每月 343 万载重吨的水平；

2011 年 1-4 月全球共有 270 万载重吨的旧油轮拆解，平均每月 68 万载重吨，低于 2010 年每月 106 万载重吨的水平。1-4 月拆解和转出的运力合计 465 万载重吨。

2011 年 4 月单月来看，初步统计当月净增运力 60 万吨，其中新船交付 174 万载重吨，旧船拆解和转出 114 万载重吨。

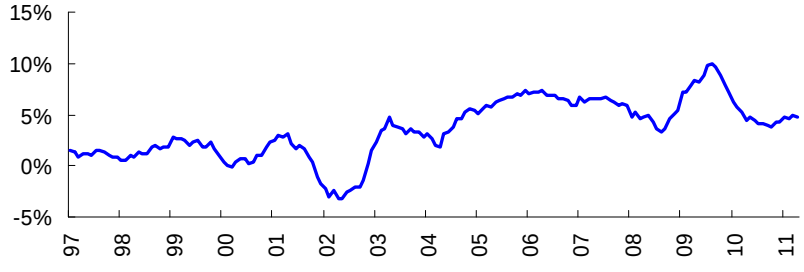
图表 27：全球油轮新增运力情况



资料来源：Clarkson，中金公司研究部

2011 年 4 月底全球油轮比 10 年 4 月底增长了 4.5%，增幅与上月基本持平。

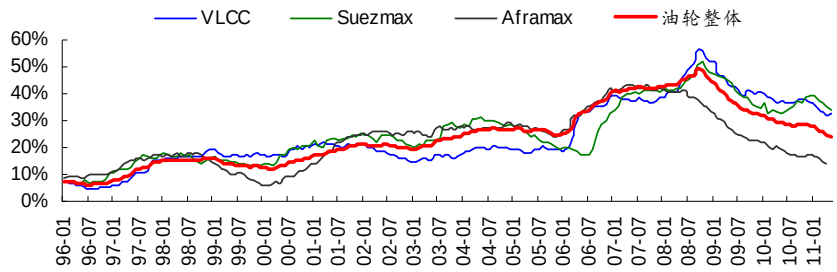
图表 28：油轮运力 2011 年 4 月同比增速 4.5%



资料来源：Clarkson，中金公司研究部

由于连续数月新造船订单的签订维持较低水平，而新船不断交付，由 2008 年第三季度时 49%的高点下降至目前的 24.3%。

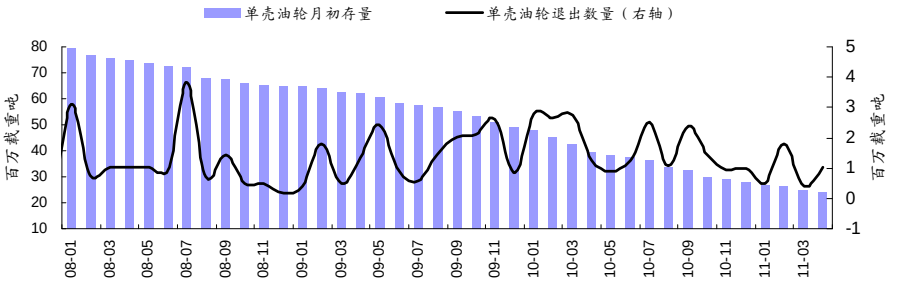
图表 29：油轮手持订单运力占已有船队运力的比例为 24%



资料来源：Clarkson，中金公司研究部

2011 年 4 月底，油轮市场上的单壳船运力有 2310 万载重吨，当月单壳船退出了 104 万载重吨。

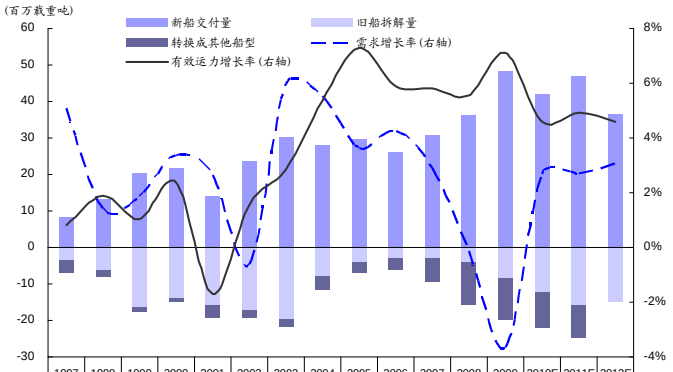
图表 30：全球单壳油轮存量约 2310 万载重吨



资料来源：Clarkson，中金公司研究部

整个油轮市场在 2011 需求平稳，交船加快，来年运价有压力。**在需求方面**，2011/2012 年海运油品需求预计同比增长+2.7%/+3.1%，**在供给方面**，2011/2012 年有效运力增速将达到+4.9%/+4.6%，该增速亦隐含了我们较为激进的拆船假设：未来两年单壳船全部拆解，但实际拆解可能低于预期。

图表 31：全球油轮运输业供求关系预测



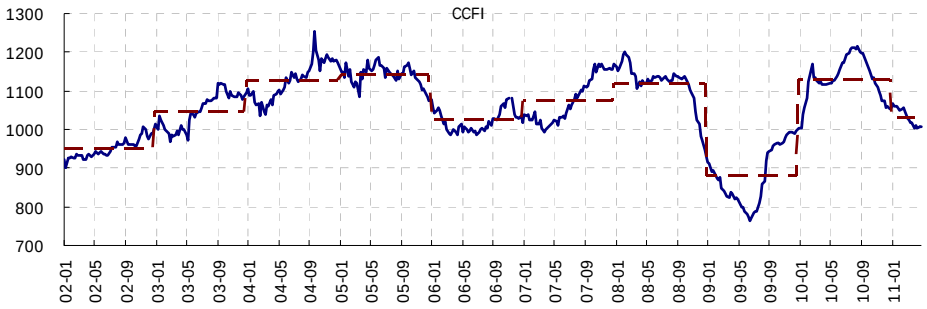
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
转换成其他船型	-3.4	-1.6	-1.0	-0.7	-3.2	-2.2	-2.1	-3.6	-2.8	-3.1	-6.3	-11.7	-11.2	-9.8	-8.9	-
旧船拆解量	-3.5	-6.5	-16.5	-13.9	-15.9	-17.1	-19.7	-8.0	-4.0	-3.0	-3.1	-4.1	-8.5	-12.3	-15.8	-14.9
新船交付量	8.5	13.2	20.1	21.6	14.2	23.7	30.2	28.0	29.8	26.0	30.7	36.4	48.4	41.9	47.0	36.7
有效运力增长率(右轴)	0.8%	1.9%	1.0%	2.4%	-1.7%	1.6%	2.9%	5.4%	7.3%	5.9%	5.8%	5.5%	7.1%	4.6%	4.9%	4.6%
需求增长率(右轴)	5.1%	1.4%	1.9%	3.4%	2.6%	-0.6%	6.0%	5.5%	3.6%	4.3%	2.9%	-0.1%	-3.7%	2.7%	2.7%	3.1%

资料来源：Clarkson，中金公司研究部

集装箱航运：美线首先出现反弹

中国出口集装箱综合指数从 2011 年年初的 1056.51 点震荡下调至 2011 年 5 月 6 日的 1008.26 点，累计回调 5%，总体呈震荡下行格局。

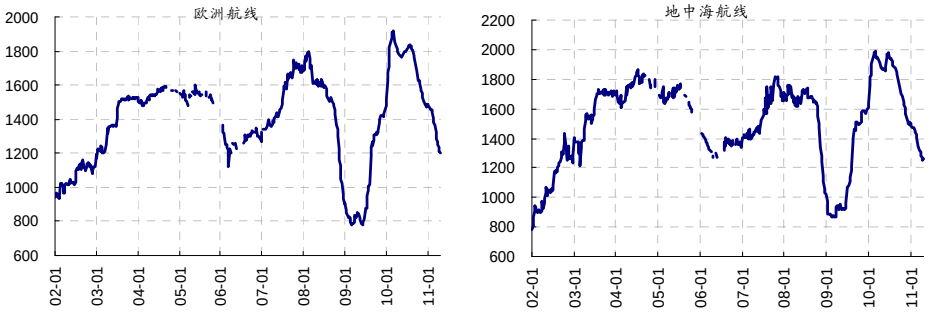
图表 32：中国出口集装箱综合运价指数继续低位震荡



资料来源：中华航运网，中金公司研究部

欧洲航线和地中海航线运价指数最近四周继续回落：5 月 6 日比四周前分别累计下调了 5%和 4%。目前上海至欧洲和地中海航线的市场运价（基本费+附加费）约为 919 美元/TEU 和 914 美元/TEU。

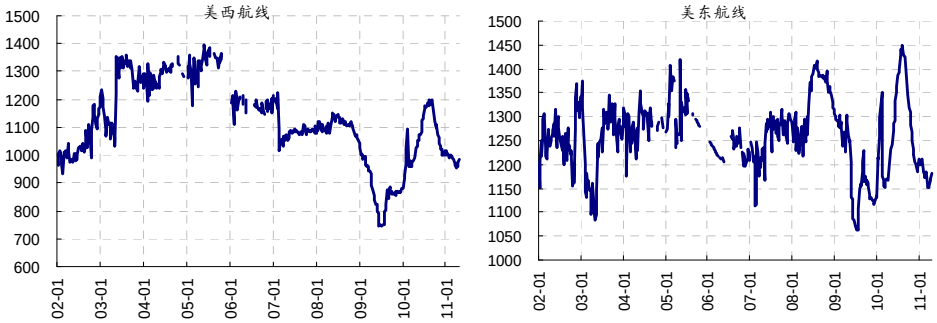
图表 33：中国出口集装箱欧洲和地中海航线运价指数



资料来源：中华航运网，中金公司研究部

美西航线和美东航线运价指数 5 月 6 日比四周前分别上涨了 3%和 2%。目前，上海至美西、美东航线市场运价（基本费+附加费）约为 1843 美元/FEU 和 3209 美元/FEU。

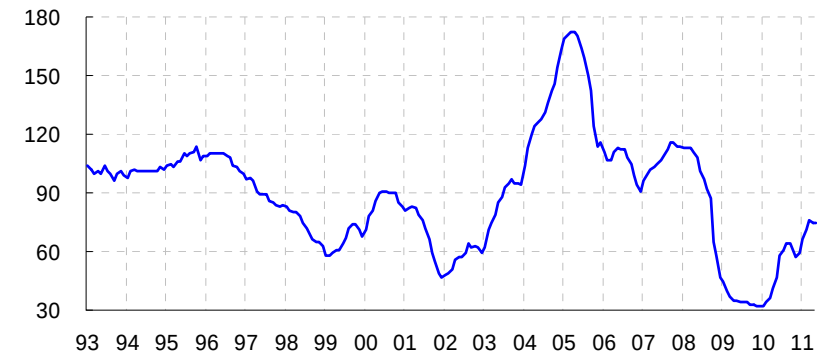
图表 34：中国出口集装箱美西和美东航线运价指数



资料来源：中华航运网，中金公司研究部

2011 年 4 月份 Clarkson 集装箱租船指数为 75 点，月度环比回落 1.3%，同比上升 83%。

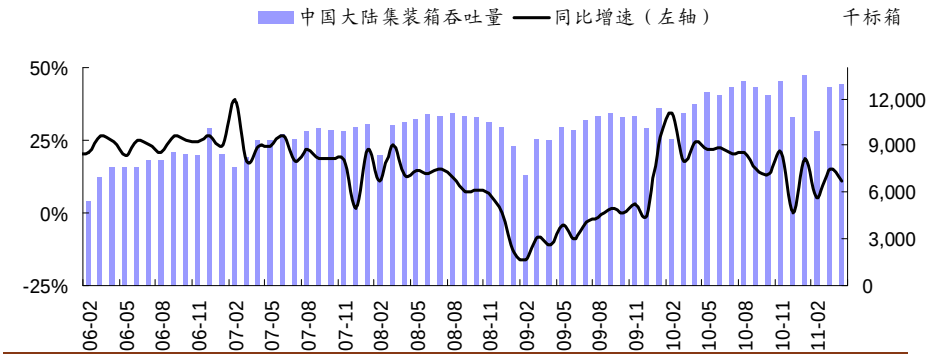
图表 35：Clarkson 集装箱租船指数略有下降



资料来源：Clarkson，中金公司研究部

图表 36：中国 2011 年 4 月份大陆集装箱吞吐量或将同比增长约 11-12%

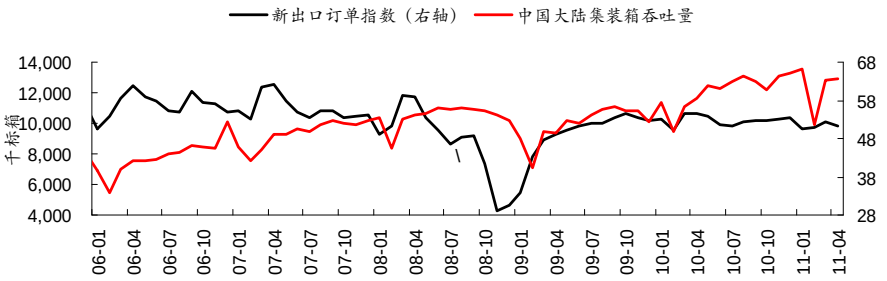
根据已披露的八大集装箱港口数据推算，2011 年 4 月份港口集装箱吞吐量或将完成 129 万 TEU 左右，同比增长 11-12%，较 2 月增速有所回落。



资料来源：中国交通运输协会，中国港口网，中金公司研究部

图表 37：中国新出口订单指数环比回落 1.2 个百分点

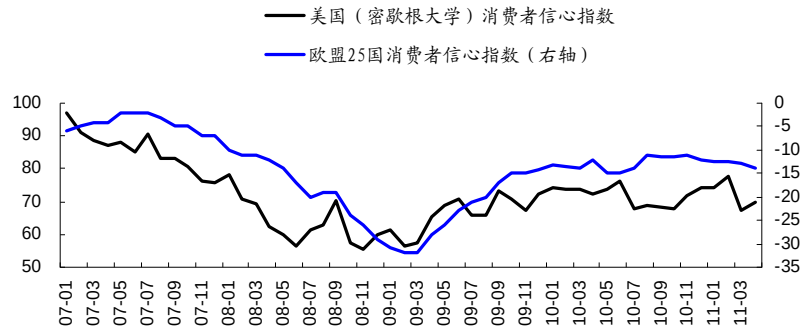
2011 年 4 月中国新出口订单指数为 51.3，比 3 月份回落 1.2 个百分点。



资料来源：中国港口网，中国物流与采购网，中金公司研究部

欧盟 2011 年 4 月份的消费者信心指数上月份回落 9%，达到-13.9；美国 4 月份消费者信心指数从 3 月份的 67.5 小幅反弹至 4 月的 69.8。

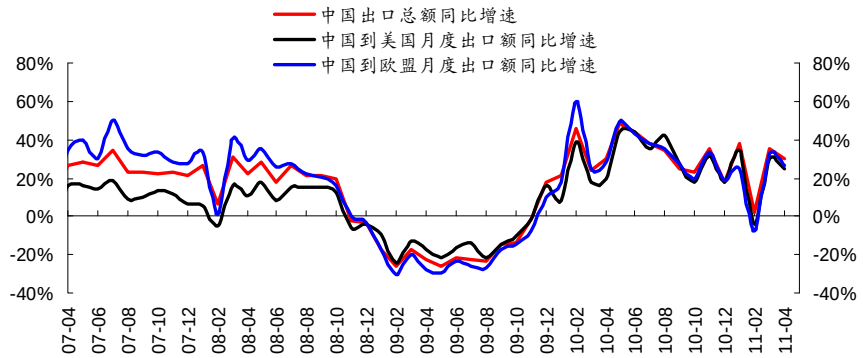
图表 38：美国消费者信心有所回升，欧盟消费者信心指数下降



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

2011 年 4 月份中国出口环比上升 2.3%，同比增长 29.9%。中国向欧盟 4 月份的出口环比回落 0.6%，同比上涨 27%。中国向美国 4 月份的出口环比上涨 1.9%，同比上涨 25%。

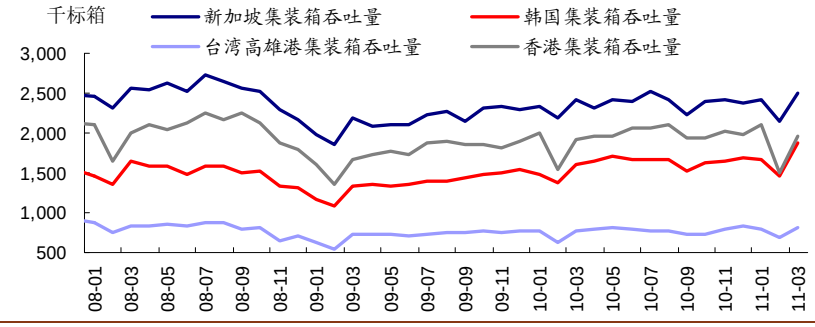
图表 39：中国 4 月份出口额环比同比增速微降



资料来源：CEIC，中金公司研究部

2011 年 3 月亚洲主要港口的集装箱吞吐量环比均有所大幅上涨：香港、新加坡、韩国、台湾高雄港的集装箱吞吐量在 3 月份分别环比变动+32%、+17%、+29%、+19%，同比变动+3%、+4%、+16%、+4%。

图表 40：亚太地区主要港口集装箱吞吐量



资料来源：CEIC，中金公司研究部

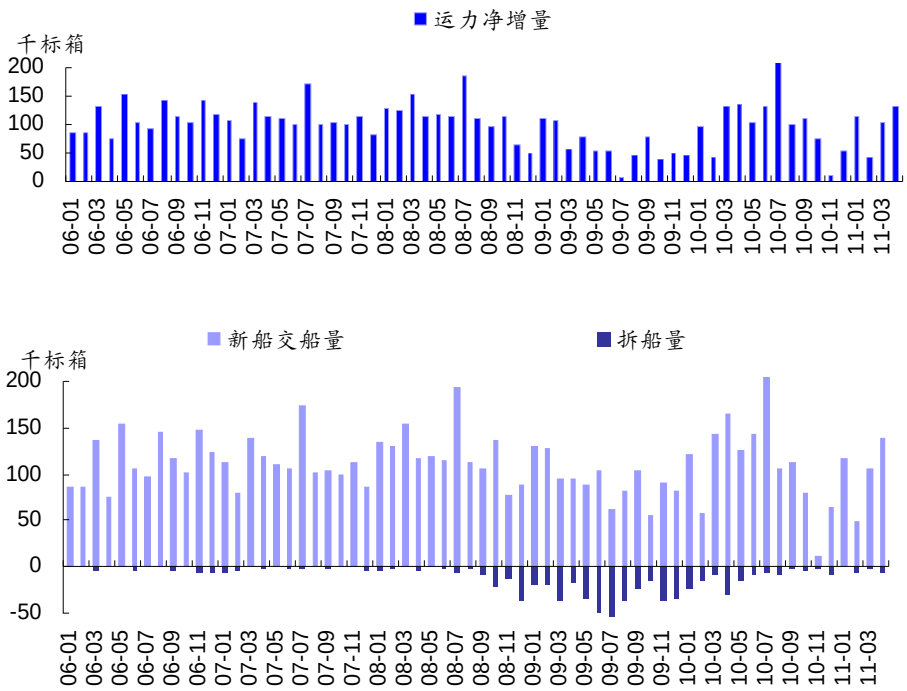
2011 年 1-4 月集运市场净增运力约 39.3 万 TEU，平均每月 9.8 万 TEU，略低于 10 年每月平均 10.3 万 TEU 的水平；

2011 年 1-4 月全球共有 40.8 万 TEU 的新集装箱船投入运营，平均每月 10.2 万 TEU，略低于 10 年每月 11.4 万 TEU 的水平；

2011 年 1-4 月全球共有 1.4 万 TEU 的旧集装箱船拆解，平均每月 3600TEU，低于 10 年每月 1.1 万 TEU 的水平。

2011 年 4 月单月来看，初步统计当月净增运力 13.2 万 TEU，其中新船交付 13.8 万 TEU，旧船拆解 0.6 万 TEU。

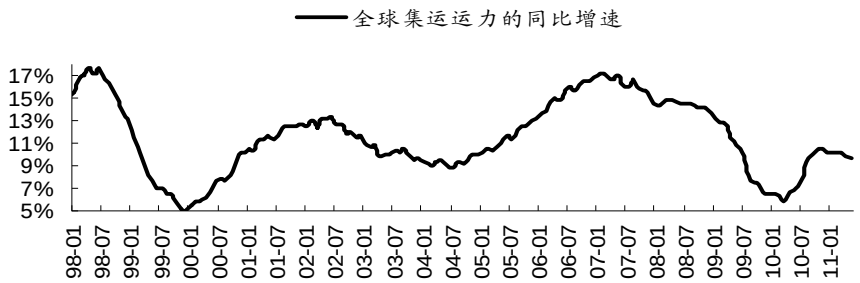
图表 41：全球集装箱船的运力变动



资料来源：Clarkson，中金公司研究部

图表 42：全球集装箱船 2011 年 4 月名义运力同比增速为 9.2%

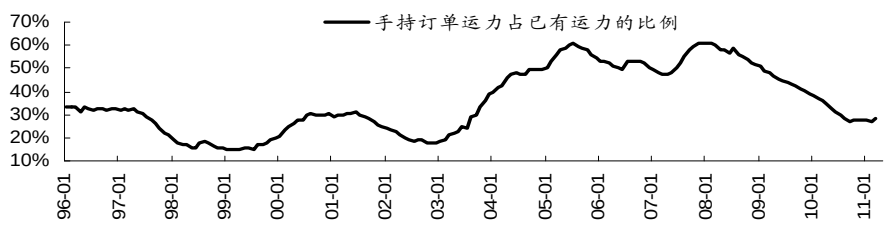
2011 年 4 月底全球集装箱船运力比去年同期增长了 9.2%。这一增速在 2010 年 3 月以来出现上涨态势，但从 10 月开始见顶回落。



资料来源：Clarkson，中金公司研究部

图表 43：集装箱船手持订单运力占目前船队运力的比例维持 27.7%

集装箱船手持订单运力占目前船队运力的比例较上月回落 0.7 个百分点至 27.7%。

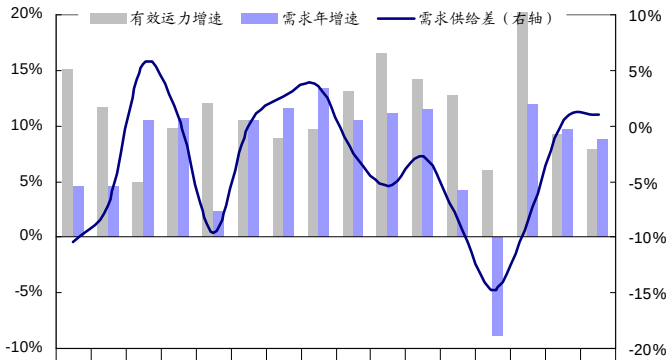


资料来源：Clarkson，中金公司研究部

预计 2011 和 2012 年集运市场需求同比增长 9.8%和 8.8%，名义运力的增长为 9.2%和 7.9%，即使考虑到闲置运力和超低速航行运力回归常速，2011 年有效运力增长的上限也不会超过 12%，供求增速之差明显收窄。

长期来看，预计 2011 需求增速或高于供给增速，2010-2012 三年是集运行业的上升周期。

图表 44：集运市场的供求关系预测

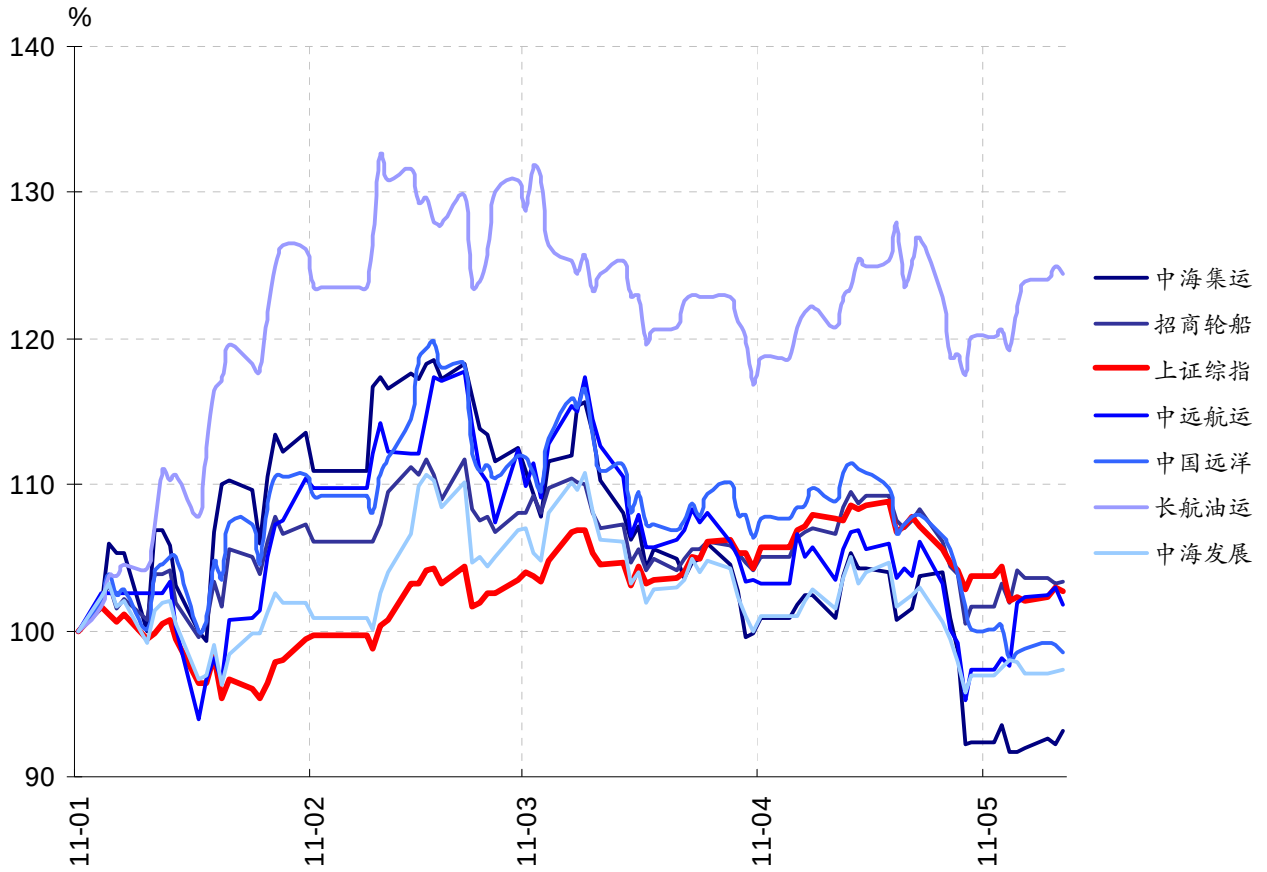


	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11E	12E
有效运力增速	15.1	11.7	4.9	9.8	12.1	10.5	8.9	9.8	13.1	16.5	14.2	12.7	6.0	20.3	9.2	7.9
需求年增速	4.6	4.6	10.5	10.7	2.4	10.5	11.6	13.4	10.6	11.2	11.5	4.2	-8.8	12.0	9.8	8.8
需求供给差（右轴）	-10.	-7.1	5.6	0.9	-9.7	0.0	2.7	3.6	-2.5	-5.4	-2.7	-8.5	-14.	-8.4	0.5	1.0

资料来源：Clarkson，中金公司研究部

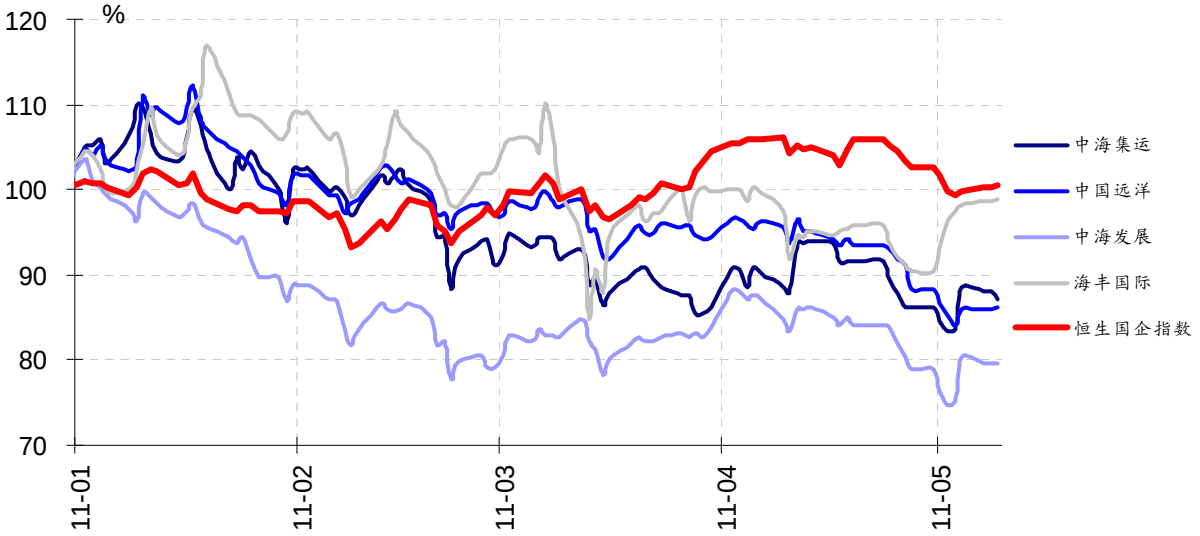
主要公司二级市场回顾及估值分析

图表 45：A 股航运公司股价表现



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 46：H 股航运公司股价表现



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 47：A 股航运公司估值表

	公司股票代码	股价	每股收益 2009	2010A	2011E	2012E	市盈率 2009	2010A	2011E	2012E	市净率 2009	2010A	2011E	2012E	净资产收益率（%） 2009	2010A	2011E	2012E
国内A股公司																		
中远航运*	600428 CH Equity	7.80	0.08	0.20	0.25	0.41	97.3	38.8	31.1	19.2	3.1	2.9	2.5	2.3	3.2	7.5	8.1	11.9
中海集运*	601866 CH Equity	4.17	(0.56)	0.36	0.21	0.30	(7.5)	11.6	19.8	14.0	1.9	1.7	1.6	1.4	(25.7)	14.4	7.8	10.0
招商轮船*	601872 CH Equity	4.25	0.10	0.18	0.17	0.24	42.5	23.6	25.5	17.6	1.5	1.5	1.4	1.3	3.6	6.2	5.4	7.3
长航油运*	600087 CH Equity	6.05	0.00	0.01	0.04	0.11	2,299.7	1,103.0	156.6	55.3	2.2	2.3	2.2	2.1	0.1	0.2	1.4	3.8
中国远洋*	601919 CH Equity	9.26	(0.74)	0.66	0.30	0.35	(12.5)	14.0	30.9	26.5	2.2	2.0	1.9	1.8	(17.6)	14.2	6.1	6.7
宁波海运	600798 CH Equity	5.06	0.03	n.a	n.a	n.a	148.4	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
中海海盛	600896 CH Equity	6.40	0.03	n.a	n.a	n.a	213.3	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
长航凤凰	000520 CH Equity	5.41	(0.6)	0.05	n.a	n.a	(8.9)	108.2	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
平均值							**311.4**	**187.9**	**46.2**	**23.6**	**2.1**	**1.9**	**1.8**	**1.7**	**(5.2)**	**8.5**	**6.4**	**8.7**
中值							**42.5**	**23.6**	**28.2**	**18.4**	**2.1**	**1.8**	**1.7**	**1.6**	**1.6**	**8.0**	**6.9**	**8.7**

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 48：H 股航运公司估值表

	公司股票代码	评级	股价（港币）	报表货币	每股收益 2009	2010A	2011E	2012E	市盈率 2009	2010A	2011E	2012E	市净率 2009	2010A	2011E	2012E	净资产收益率 2009	2010A	2011E	2012E
港股航运公司																				
中国远洋	1919 HK Equity	ACCUMULATE	7.28	Rmb	(0.73)	0.66	0.30	0.35	(8.8)	9.5	19.9	17.1	1.6	1.4	1.3	1.2	(17.8)	14.2	6.1	6.7
中海集运	2866 HK Equity	Buy	3.14	Rmb	(0.56)	0.36	0.21	0.30	(5.0)	7.5	12.2	8.7	1.3	1.1	1.0	0.9	(25.7)	14.4	7.8	10.0
海丰国际	1308 HK Equity	Buy	4.60	USD	0.01	0.04	0.05	0.06	47.9	13.8	11.5	9.2	15.7	2.6	2.3	2.0	32.8	18.9	19.8	21.4
平均值					**(0.2)**	**0.4**	**0.3**	**0.4**	**14.3**	**10.8**	**13.3**	**10.4**	**4.9**	**1.5**	**1.4**	**1.2**	**(1.4)**	**14.0**	**10.8**	**12.7**
中值					**(0.3)**	**0.5**	**0.3**	**0.3**	**9.1**	**10.9**	**11.9**	**8.9**	**1.4**	**1.2**	**1.1**	**1.1**	**(6.4)**	**14.3**	**8.7**	**11.5**

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 49：国际干散货航运公司估值表

	公司股票代码	股价	每股收益 2009	2010A	2011E	2012E	市盈率 2009	2010A	2011E	2012E	市净率 2009	2010A	2011E	2012E	净资产收益率（%） 2009	2010A	2011E	2012E
国际可比干散货公司																		
DIANA SHIPPING	DSX US Equity	11.41	1.55	1.59	1.51	1.23	7.4	7.2	7.5	2.4	0.8	0.8	0.7	0.2	13.7	11.8	10.0	7.1
EAGLE BULK SHIPP	EGLE US Equity	3.22	0.60	0.46	0.34	0.29	5.4	7.0	9.6	4.6	0.3	0.3	0.3	0.1	6.1	4.6	2.8	5.0
GENCO SHIPPING	GNK US Equity	8.36	4.75	4.23	2.65	1.53	1.8	2.0	3.2	1.9	0.3	0.2	0.2	0.1	18.3	13.4	7.7	3.2
DRYSHIPS INC	DRYS US Equity	4.70	(0.19)	0.94	1.12	1.21	(24.7)	5.0	4.2	(7)	0.4	0.4	0.5	(0.8)	(1.6)	5.7	10.0	11.1
EXCEL MARITIME	EXM US Equity	4.09	5.03	0.46	0.45	0.16	0.8	n.a	9.1	(8)	0.2	0.2	0.2	(0.1)	27.0	9.3	3.0	(0.0)
KAWASAKI KISEN	9107 JP Equity	296.00	(106.24)	45.27	43.47	54.17	(2.8)	n.a	6.8	0.9	n.a	0.7	0.6	0.1	(21.4)	11.0	10.1	11.2
PRECIOUS SHIPPIN	PSL TB Equity	18.60	2.93	1.07	1.75	2.56	6.3	17.5	10.6	1.1	1.2	1.1	1.1	0.2	18.3	6.8	10.4	12.9
PACIFIC BASIN	2343 HK Equity	0.65	0.06	0.06	0.06	0.08	10.9	10.9	10.3	3.0	0.9	0.8	0.8	0.3	8.2	7.7	7.9	10.0
SINOTRANS SHIPPI	368 HK equity	0.32	0.03	0.03	0.03	0.04	11.8	10.3	9.3	2.1	0.6	0.6	0.6	0.1	5.3	6.1	6.5	7.0
平均值							**1.9**	**8.5**	**7.9**	**0.2**	**0.6**	**0.6**	**0.6**	**0.0**	**8.2**	**8.5**	**7.6**	**7.5**
中值							**5.4**	**7.2**	**9.1**	**1.9**	**0.5**	**0.6**	**0.6**	**0.1**	**8.2**	**7.7**	**7.9**	**7.1**

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 50：国际油轮公司估值表

	公司股票代码	股价	每股收益 2009	2010A	2011E	2012E	市盈率 2009	2010A	2011E	2012E	市净率 2009	2010A	2011E	2012E	净资产收益率（%） 2009	2010A	2011E	2012E
国际可比油轮公司																		
TEEKAY SHIPPING	TK US Equity	34.9	1.77	(1.0)	1.26	1.46	19.7	(34.0)	27.8	1.2	1.3	1.2	1.3	0.1	6.0	(8.3)	3.3	5.8
FRONTLINE LTD	FRO US Equity	21.4	1.32	1.98	1.60	1.76	16.2	10.8	13.3	5.2	2.2	2.2	2.2	0.9	14.2	21.2	15.0	15.7
OVERSEAS SHIPPING	OSG US Equity	30.5	2.61	(2.9)	0.11	0.37	11.7	(10.5)	267.4	28.9	0.5	0.5	0.5	0.2	3.9	(5.6)	(1.1)	(1.3)
SHIP FINANCE	SFL US Equity	20.4	2.59	1.96	1.98	2.00	7.9	10.4	10.3	1.3	2.0	1.9	1.8	0.2	30.4	20.7	19.1	19.6
GENERAL MARITIME	GMR US Equity	2.2	(0.2)	(1.0)	(0.1)	0.35	(9.8)	(2.2)	n.a	n.a	0.4	0.4	0.4	0.2	(2.9)	(13.5)	(3.6)	3.1
TSAKOS ENERGY	TNP US Equity	10.5	0.78	(0.1)	0.62	1.79	13.5	(113.2)	17.0	3.0	0.4	0.5	0.5	0.2	3.2	2.7	3.2	6.3
TOP TANKERS INC	TOPS US Equity	0.7	(1.8)	0.22	0.19	(0.0)	(0.4)	3.1	3.6	(101.0)	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
KNIGHTSBRIDGE TA	VLCCF US Equity	22.9	1.27	2.25	2.03	1.98	18.0	10.2	11.3	1.4	1.6	1.5	1.5	0.2	9.4	14.3	12.9	12.7
NORDIC AMER TANK	NAT US Equity	24.5	0.03	0.20	1.08	1.37	817.0	120.1	22.8	2.7	1.1	1.1	1.2	0.2	0.1	1.1	4.6	6.2
平均值							**99.3**	**(0.6)**	**46.7**	**(7.2)**	**1.2**	**1.2**	**1.2**	**0.3**	**8.0**	**4.1**	**6.7**	**8.5**
中值							**13.5**	**3.1**	**15.2**	**2.0**	**1.2**	**1.2**	**1.3**	**0.2**	**4.9**	**1.9**	**3.9**	**6.2**

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 51：国际集运公司估值表

	货币	股票代码	股价	每股收益 2009	2010A	2011E	2012E	市盈率 2009	2010A	2011E	2012E	市净率 2009	2010A	2011E	2012E	净资产收益率 2009	2010A	2011E	2012E
集运公司																			
CSCL*	CNY	2866 HK equity	3.14	(0.56)	0.36	0.21	0.30	(5.0)	7.5	12.2	8.7	1.3	1.1	1.0	0.9	(25.7)	14.4	7.8	10.0
OOCL	USD	316 HK equity	8.00	(0.64)	1.84	0.90	1.07	(12.4)	4.3	8.9	7.5	1.0	1.0	0.9	0.8	(9.7)	25.6	10.1	10.6
Yang Ming	TWD	2609 TT equity	25.85	(6.18)	4.45	3.20	3.37	(4.2)	5.8	8.1	7.7	2.1	1.5	1.3	1.3	(40.2)	30.3	14.9	12.9
Evergreen	TWD	2603 TT equity	27.20	(3.22)	3.98	3.20	3.63	(8.4)	6.8	8.5	7.5	1.5	1.2	1.1	1.1	(16.7)	19.0	12.1	10.6
Wan Hai	TWD	2615 TT equity	22.65	(0.77)	2.65	2.52	3.13	(29.4)	8.6	9.0	7.2	1.8	1.6	1.5	1.3	(6.1)	19.2	15.2	14.2
MISC Berhad	MYR	MISC MK Equity	7.30	0.18	0.39	0.47	0.51	41.2	18.5	15.6	14.3	1.5	1.3	1.3	1.3	3.1	7.3	8.7	9.3
RCL	THB	RCL TB Equity	10.70	(5.71)	0.20	1.11	2.39	(1.9)	54.0	9.7	4.5	0.7	0.6	0.6	0.6	(27.8)	2.3	7.7	11.4
NOL	USD	NOL SP Equity	1.28	(0.36)	0.14	0.15	0.19	(3.5)	8.9	8.6	6.6	1.1	1.0	1.0	0.9	(28.2)	11.6	10.9	12.7
SITC	USD	1308 HK equity	4.60	0.01	0.04	0.05	0.06	48.1	13.8	11.5	9.2	15.8	2.6	2.3	2.0	32.8	18.9	19.8	21.4
平均值								**(3.0)**	**14.3**	**10.1**	**8.0**	**1.4**	**1.2**	**1.1**	**1.0**	**(18.9)**	**16.2**	**10.9**	**11.5**
中值								**(4.6)**	**8.0**	**8.9**	**7.5**	**1.4**	**1.2**	**1.1**	**1.0**	**(21.2)**	**16.7**	**10.5**	**11.0**

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司(“中金新加坡”)仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

截止报告发布之日前十二个月，中金公司为海丰国际提供过投资银行服务。

研究报告评级分布可从 http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街 1 号
国贸写字楼 2 座 28 层
邮编：100004
电话：(86-10) 6505-1166
传真：(86-10) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融（香港）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部
北京市朝阳区建外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
邮编：100022
电话：(86-10) 8567-9238
传真：(86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部
杭州市教工路 18 号
世贸丽晶城欧美中心 1 层
邮编：310012
电话：(86-571) 8849-8000
传真：(86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部
成都市锦江区滨江东路 9 号
香格里拉办公楼 1 层、16 层
邮编：610021
电话：(86-28) 8612-8188
传真：(86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部
武汉市硚口区解放大道 634 号
新世界中心写字楼 4 层
邮编：430032
电话：(86-27) 8334-3099
传真：(86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部
上海市淮海中路 398 号

邮编：200020
电话：(86-21) 6386-1195
传真：(86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部
南京市中山北路 1 号
绿地广场 2 层
邮编：210008
电话：(86-25) 8316-8988
传真：(86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部
厦门市思明区莲岳路 1 号
磐基中心商务楼 4 层
邮编：361012
电话：(86-592) 515-7000
传真：(86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部
重庆市北部新区洪湖西路 9 号
欧瑞蓝爵商务中心 10 层及
欧瑞蓝爵公馆 1 层
邮编：401120
电话：(86-23) 6307-7088
传真：(86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部
深圳市福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
邮编：518048
电话：(86-755) 8832-2388
传真：(86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部
广州市天河区天河路 208 号
粤海天河城大厦 40 层
邮编：510620
电话：(86-20) 8396-3968
传真：(86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部
青岛市市南区香港中路 9 号
香格里拉写字楼中心 11 层
邮编：266071
电话：(86-532) 6670-6789
传真：(86-532) 6887-7018

中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL CORPORATION LIMITED