

日期: 2010 年 2 月 4 日

行业: 交通运输业 - 航运



冀丽俊

021-53519888-1921

jilijun@sigchina.com

基本数据 (09Q3)

报告日股价 (元)	13.44
12mth A 股价格区间 (元)	18.79/9.00
总股本 (百万股)	3404.55
无限售 A 股/总股本	61.93%
流通市值 (百万元)	28338.92
每股净资产 (元)	6.24
PBR (X)	2.15
DPS (Y08, 元)	0.30 元 (税前)

主要股东 (09Q3)

中国海运 (集团) 总公司	46.36%
HKSCL NOMINEES LIMITED	37.89%
收入结构 (09H1)	
煤炭运输	31.60%
油品运输	56.57%
其他干散货运输	9.06%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较**报告编号: JLJ10-CI03**

今年业绩看油运

■ 动态事项:

就近期调研情况做动态报告。

■ 主要观点:**预计 COA 合同运价运量小幅上涨**

从 2009 年沿海煤运 COA 合同的完成情况来看, 实际完成 5400 万吨, 完成率为 80%; 由于电厂自有运力和其他运力的进入, 公司在沿海煤运的市场份额逐年下降, 目前为 20% 左右。

2010 年 COA 合同谈判已经接近尾声, 预计 2010 年合同运价较上年上涨 5-10%, 运量增长 10-15%, 运量与运价的涨幅低于预期; 2010 年由此部分带来的收入和利润增量不大。可以看出, 目前的市场运价主要是由于需求回暖和恶劣天气使得运输相对紧张造成的, 显示货主对于 2010 年的经营情况相对谨慎。由于公司与大货主的长期合作以及 COA 合同签署, 市场运价的变化反映在公司的运价和利润上相对滞后, 大约滞后 6 个月左右。

表 1 公司 COA 合同运价情况

	2008	2009	2010E
合同基准价涨跌%	40	-39.2	5-10
秦皇岛—上海 (元/吨)	65	40	42-44
秦皇岛—广州 (元/吨)	90	55	57.75-60.5

数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

表 2 沿海煤炭市场运价情况 2010.2.3

	市场运价(元/吨)	较上周涨跌%
秦皇岛 - 广州 (4-5 万 dwt) :	76	-3.53
秦皇岛 - 上海 (2-3 万 dwt) :	52	-13.26
秦皇岛 - 宁波 (1.5-2 万 dwt) :	49	-14.77
秦皇岛 - 福州 (2-3 万 dwt) :	62	-7.91

数据来源: 中华航贸网

VLOC 毛利稳定

公司的矿砂船主要是为钢铁公司 (如宝钢、首钢、武钢等) 运输铁矿石, 合同从 2010 年开始, 为期 15-20 年, 采取连续航次程租方式运输, 合同运价在基准运价基础上与油价联动。预计每艘 VLOC 年收入 1 亿元, 年毛利润 3500 万, 毛利率 35% 左右, 由于锁定了运价和运期, 该项收入和毛利会较为稳定。2010 年公司将交付 4 艘 VLOC, 其中一季度 1 艘, 下半年 3 艘, 预计全年可产生 2 亿元左右的收入。

油运运价变化决定 2010 年利润情况

在 VLCC 方面,公司与中石化等公司签有长期协议,有保底点和高点,在相应的情况下给予补偿和折扣。从 2009 年的情况看,油运方面保持了微利(前三季度毛利率 5-6%,第四季度接近 10%);预计 2010 年运价水平会有所上调,公司的收入和毛利会同步上升。

预计 LNG 将于 2013 年产生收益

公司现在尚未开展液化天然气(LNG)业务,随着中石油海外气源落实,预计公司将于 2010 年订造 LNG 船舶,预期将在 2 年后为公司带来收益;LNG 运输合同属于固定收益合同,参考招商轮船的该项业务为 12% 的内部收益率,预计公司的 LNG 运输业务的回报率类似。

投资建议:

维持投资评级: 未来六个月内, 跑赢大市。

我们预计公司 2009、2010 年营业收入分别下降 48.72% 和增长 15.92%,归属于母公司所有者的净利润分别下降 75.66% 和增长 47.89%;每股收益分别为 0.38 元和 0.57 元;相应的动态市盈率分别为 34.99 倍和 23.66 倍。我们认为随着国内外经济的转好,航运需求将逐步恢复;同时考虑公司运营相对稳健,能够平滑航运的强周期性,维持“跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	17,562	9,006	10,440	11369
年增长率 (%)	38.43	-48.72	15.92	8.90
归属于母公司的净利润	5,373	1308	1934	2069
年增长率 (%)	16.90	-75.66	47.89	7.0
每股收益 (元)	1.59	0.38	0.57	0.61
PER (X)	8.47	34.99	23.66	22.11

注: 有关指标按最新总股本计算

分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。