

中远航运 (600428) 海运

—行业前景乐观，公司规模扩张

投资评级	推荐	公司评级	A	收盘价	9.57	元
------	----	------	---	-----	------	---

投资要点：

机械行业景气回升

机械产品是公司的主要运输货种，占公司运量的 60%左右。中国机械产品出口正处于进口替代到出口扩张的阶段，机械行业仍然处于成长期，随着技术水平的提高，各子行业产品的出口是中远航运需求的长期保障。

对外投资增加

2009 年实现非金融类对外直接投资 433 亿美元，同比增长 6.5%。2010 年，在政府的明确支持下，中国海外投资步伐将明显加快，预计 2015 年中国对外投资流量可望达千亿美元。

非洲和南美是公司发展重点

随着金融危机的影响日益消退，拉美宏观经济形势逐渐好转，2010 年的各项经济指标已显示拉美经济正在重回增长轨道。南美和非洲经济的发展将为公司提供充足的货源。

各船型市场好转、规模扩张

半潜船：长期看好基于一是能源需求不断增加，二是陆上石油产量逐年下降，三、油价保持高位。短期尽管石油公司支出减少影响平台位移，但是下半年市场可能好转，新造平台运输将弥补运输需求。

重吊船：今年经济好转，重吊船货物运量有较好的需求保证。重吊船是公司未来几年扩张比例最大的船型。公司拟通过配股筹资新建 8 艘重吊船，公司的重吊船达到 20 艘，与全球最大竞争对手规模相当。

多用途船：干散货市场今年市场表现肯定要好于去年，同时，集装箱市场改善也有助于多用途船型免受集装箱以及灵便型散货船的挤压。公司多用途船出口南美以及非洲，亚洲区域经济复苏快于全球。

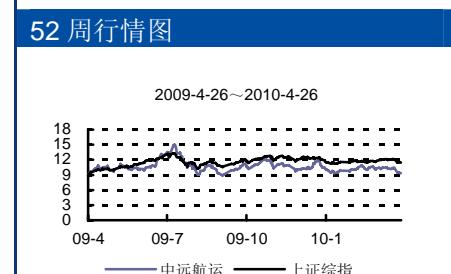
盈利预计与投资建议：2010 年 EPS0.24 元，考虑公司良好的发展前景，给予“推荐”评级。

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	6901	3902	4381	5425	5878
营业收入增长率	30%	-43%	12%	24%	8%
净利润 (百万元)	1448	136	316	932	1136
净利润增长率	35%	-91%	133%	195%	22%
EPS (元)	1.11	0.10	0.24	0.71	0.87
ROE	33%	3%	7%	17%	17%
P/E	9	93	40	13	11
P/B	3	3	3	2	2
EV/EBITDA	6.9	60	24	10	8

2010 年 4 月 26 日	
主要数据	
52 周最高/最低价(元)	15.41/9.15
上证指数/深圳成指	2983.54/11702.87
50 日均成交额(百万元)	147.64
市净率(倍)	2.96
股息率	

基础数据	
流通股(百万股)	1310.42
总股本(百万股)	1310.42
流通市值(百万元)	12540.75
总市值(百万元)	12540.75
每股净资产(元)	3.23
净资产负债率	72.23%

股东信息	
大股东名称	广州远洋运输公司
持股比例	50.13%



相关研究报告	
《国元证券公司研究-中远航运 2009 三季报点评》，2009-11-2	

联系方式	
研究员：	糜怀清
电 话：	021-51097188-1860
电 邮：	
联系人：	赵喜娟
电 话：	(86-21) 51097188-1952
电 邮：	zhaoxjuan@gyzq.com.cn
地 址：	中国上海市浦东南路 379 号金穗大厦 15F (200120)

目 录

公司概况.....	4
机械产品出口与对外投资支撑行业景气度.....	5
2010 年机械产品出口预计增长 20%	5
能源需求与“走出去”策略加速对外投资.....	7
能源需求推动对外投资	7
增长的能源需求.....	7
石油对外依存度不断提高	7
“走出去”策略促使海外投资明显加快	8
2015 年中国对外投资流量可望达千亿美元	8
非洲与南美是公司发展的重点.....	9
非洲是目前重点.....	9
南美是未来开拓区域	10
南美经济持续发展	10
资源优势明显	11
巴西是南美洲重点	11
各船型市场好转，规模扩张.....	12
半潜船进入高端领域	12
长期需求前景乐观	12
能源需求逐年增长	12
油气行业资本支出减少，短期减少半潜船运输需求，长期看好发展前景.....	13
自升式钻井平台：移动比例稍低，新建平台支撑	14
半潜式钻井平台：新建平台位移支撑，深水区今年复苏	14
油价是长期需求的主要推动力	15
公司半潜船步入高端竞争市场	15
毛利占比保持稳定	16
重吊船队快速扩张	17
船队规模扩充	18
竞争对手造船显示对市场充满信心.....	18
多用途船前景改善	18
新造船只扩充公司运力	19
公司船队规模大幅扩张	20
盈利预测与投资建议：	21
盈利预测基本假设：	21
投资建议：	21

图表目录

图 1：2009 年船型收入构成	4
图 2: 2008 船型收入构成.....	4
图 3: 月度周转量 (亿 吨公里)	5
图 4: 年度累计周转量 (亿 吨公里)	5
图 5: 机械产业规模不断扩大	5

图 6: 机械产品出口高速增长, 进口替代明显	6
图 7: 机械产品月度出口回暖态势明显 (亿 美元)	6
图 8: 日本重工业化阶段出口增长明显 (亿 美元)	6
图 9: IMF 中国经济发展预测	7
图 10: IEA 中国石油需求预测	7
图 11: 对外投资持续增加	9
图 12: 对外承包项目不断增加	9
图 13: 非洲经济发展保持上升势头	9
图 14: 非洲国家人均收入 (美元)	10
图 15: 非洲撒哈拉地区资本需求 (亿美元)	10
图 16: 20 个经济发展最快的国家中非洲占 8 席	10
图 17: 南美和中美洲经济发展增速	11
图 18: CRB 指数上涨	11
图 19: 巴西铁矿石出口 CIF 年度均价 (美元/吨)	12
图 20: 巴西铁矿石月度出口值 (百万美元)	12
图 21: IEA 调高全球能源需求, 长期需求仍看涨	12
图 22: 海洋石油勘探数量呈增加之势, 陆上石油则减少 (亿桶石油当量)	13
图 23: 深海石油累计储量不断增加 (亿桶石油当量)	13
图 24: 09 以及 10 年油气行业资本支出减少, 此后回升	13
图 25: 潜水区域资本支出受到冲击较大, 深水基本稳定	13
图 26: 自升式钻井平台位移需求	14
图 27: 半潜式钻井平台位移需求	14
图 28: 海洋钻井平台数量持续增加, 2009 年利用率下降	14
图 29: WTI 油价上涨趋势中	15
图 30: 半潜船毛利未来两年稳定增长	17
图 31: 2010 年半潜船贡献 1/4 的毛利	17
图 32: 重吊与半潜船的毛利率明显高于其他船型	17
图 33: 多用途船运价与 BDI 指数基本同步	19
图 34: 多用途船队今年扩张 8% 左右	19
图 35: 干散货需求改善	20
图 36: 集装箱供需情况好转	20
图 37: 17000 吨多用途船运价底部回升	20
图 38: 多用途造价相对低位	20
图 39: 公司运力大幅增长 (万吨)	21
 表 1: 各船型运量 (万吨)	4
表 3: 主要竞争对手 4-5 吨半潜船情况	16
表 4: 公司船型利润	17
表 5: 重吊船主要竞争对手船队情况	18
表 6: 各船型盈利预测	22
表 7: 航运公司估值比较	23

公司概况

中远航运股份有限公司是由广州远洋运输公司作为发起人，联合广远海运服务有限公司、广州外轮代理公司、深圳远洋运输股份有限公司和广州中远国际货运有限公司于1999年12月8日共同发起成立的。截至2009年12月31日，公司及控股子公司共拥有和控制各类多用途船、杂货船、重吊船、半潜船、滚装船和汽车船共68艘，平均船龄21年，计118.44万载重吨。公司以不定期船为主要经营方式，构建在远东-孟加拉航线、远东-非洲航线、远东-波斯湾、红海航线上的竞争优势，以杂货远洋运输市场中超长、超重、超大件、不装箱以及有特殊运载、装卸要求的货载运输为主要市场，是从事专业化特种杂货远洋运输的上市公司。

图1：2009年船型收入构成

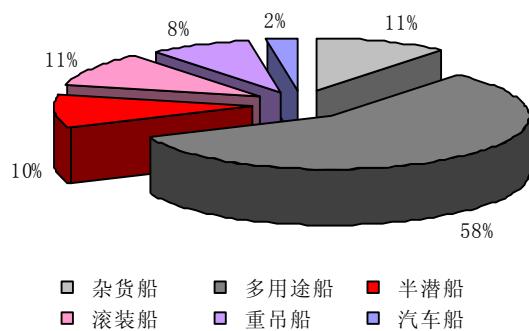
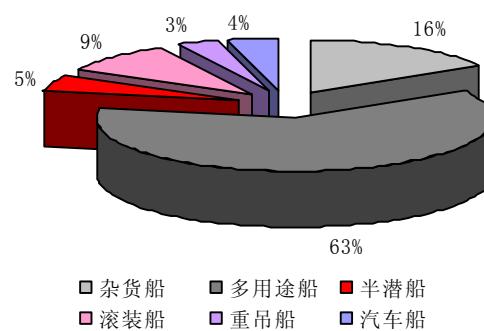


图2：2008年船型收入构成



资料来源：公司数据、国元证券研究中心

资料来源：公司数据、国元证券研究中心

2009年公司累计完成847.1万吨，同比下降15.4%，其中公司主力船型多用途船完成吞吐量547.1万吨，同比下降8.9%，杂货船完成吞吐量222.5万吨，比去年下降了27.1%，重吊船和半潜船表现尚可，其中重吊船完成货运量24.2万吨，同比增长79.3%，半潜船完成货运量8.8万吨，同比小幅下降2.2%。汽车船与滚装船表现不佳，完成货运量6.1万吨，同比下降51.1%，滚装船货运量38.3万吨，同比下降36.2%。

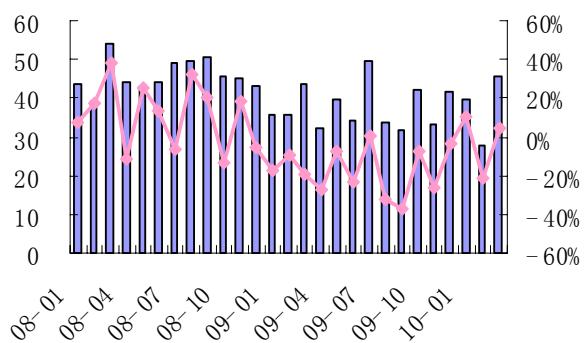
2010年1-3月公司完成货运量189万吨，由于去年淘汰12艘杂货船，今年运量累计下降了53.6%，总运量受到杂货船运量下降影响同比下降了13.1%。

表1：各船型运量（万吨）

项目	当月运量						2010年累计		2009年累计	
	10-01	同比%	10-01	同比%	10-03	同比%	10-03	同比%	09-12	同比%
多用途船	44.0	8.6	37.3	2	54.8	9.5	136.1	7.1	547.1	-8.9
杂货船	12.6	-33.4	9.3	-60.4	11.6	-61	33.5	-53.6	222.5	-27.1
重吊船	2.3	155.8	1.4	-23.1	1.0	364.4	4.7	61.5	24.2	79.3
半潜船	0.0	-100	1.0	243	0.7	-8.7	1.7	-36.6	8.8	-2.2
汽车船	0.2	-56.5	1.1	134.6	0.9	31.9	2.2	31.2	6.1	-51.1
滚装船	5.0	80.5	1.1	-57.2	4.6	-16.8	10.8	-1.8	38.3	-36.2
合计	64.1	-1.7	51.2	-21.7	73.7	-15.3	189.0	-13.1	847.1	-15.4

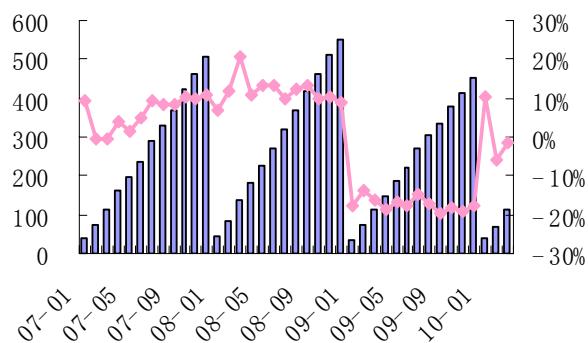
资料来源：公司数据、国元证券研究中心

图 3: 月度周转量 (亿 吨公里)



资料来源: 公司数据、国元证券研究中心

图 4: 年度累计周转量 (亿 吨公里)



资料来源: 公司数据、国元证券研究中心

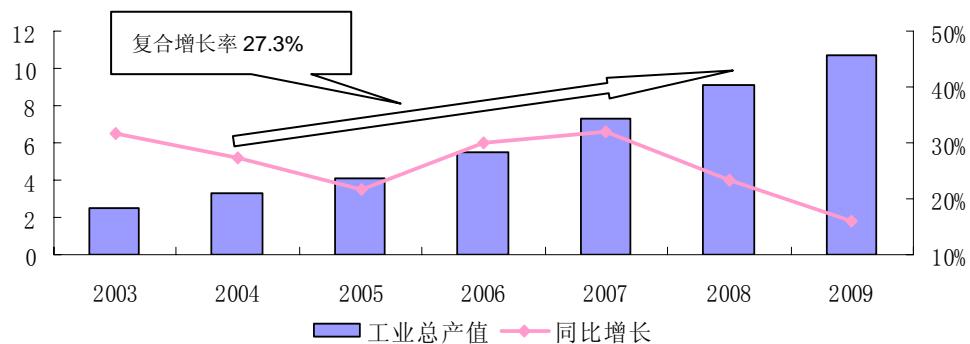
机械产品出口与对外投资支撑行业景气度

2010 年机械产品出口预计增长 20%

2009 年由于受到金融危机影响，机械工业出口累计实现 1958.24 亿美元，同比下降 19.25%。2009 年 12 月单月机械工业实现进出口总额 409.19 亿美元，年内首度突破 400 亿美元大关，同比增长 20.91%。12 月出口 207.22 亿美元，时隔 13 个月之后，单月出口额重返 200 亿美元之上，同比上升 12.49%，年内首度实现同比正增长，复苏迹象明显。根据海关数据，今年 1-2 月机电产品出口快速增长。今年前两个月，我国机电产品出口 1190 亿美元，同比增长 32.2%，高出同期总体出口增速 0.8 个百分点，占同期出口总值的 58.3%。

机械产品是公司的主要运输货种，占公司运量的 60%左右。按照国元证券机械行业研究员的判断，2010 年机械产品出口预计将增长 20%，短期来看，我们对机械行业出口情况的好转持乐观态度，机械产品出口的增长从需求上保证了公司的运量。长期来看，随着中国机械产业的发展，行业自身的不断发展壮大，中国机械产品出口前景十分广阔。

图 5: 机械产业规模不断扩大



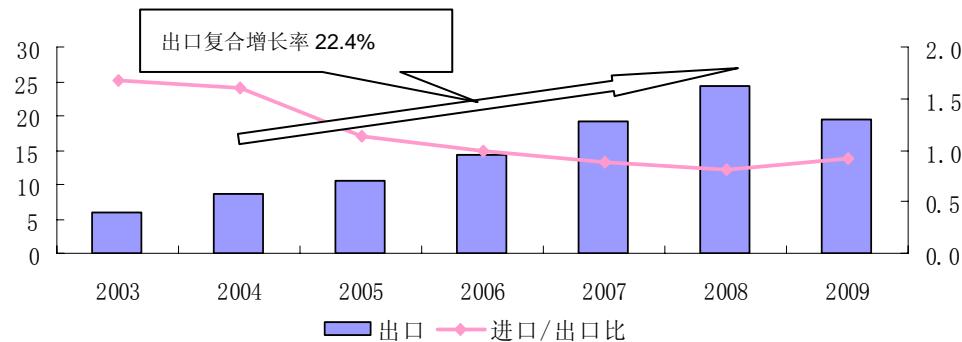
资料来源: 中国机械工业联合会、国元证券研究中心

中国的机械行业仍然处于成长期，机械产品出口正处于进口替代到出口扩张的阶段，同时，各个子行业所处的阶段不相同，有些行业目前仍在进口替代前期，比如数控机床行业，而部分行业已经完成进口替代，正处于加速出口阶段，比如工程机械行业，部分行业在全球则处于垄断地位，如港口机械。参照日本重工业化阶段机电产品的出口情况，在中国政府政策的大力支持下，随着中国机械行业技术水平的提高，各子行业出口产品

必然增加，机械行业的运输需求也将随之增加，中国机械产品的出口是中远航运需求的长期保障。

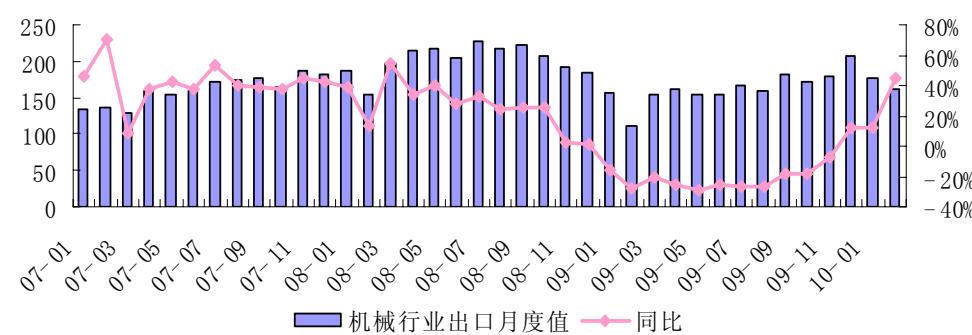
在进口上，中国机械制造业进口额占进出口总额的比重有不断下降的趋势，近年来一直处于顺差的状态。这表明，中国机械行业近年在进口替代和出口拓展方面取得了长足的进步。

图 6: 机械产品出口高速增长，进口替代明显



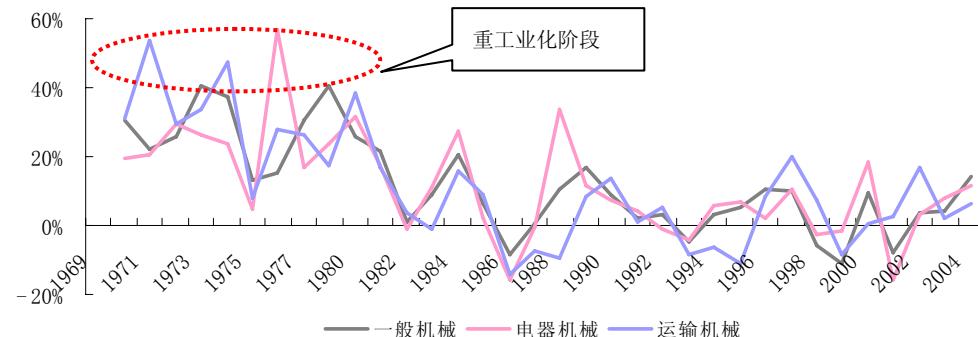
资料来源: 中国机械工业联合会、CEIC、国元证券研究中心

图 7: 机械产品月度出口回暖态势明显 (亿 美元)



资料来源: CEIC、国元证券研究中心

图 8: 日本重工业化阶段出口增长明显 (亿 美元)



资料来源: 日本统计局、国元证券研究中心

能源需求与“走出去”策略加速对外投资

2009年我国境内投资者共对全球122个国家和地区的2283家境外企业进行了直接投资，累计实现非金融类对外直接投资433亿美元，同比增长6.5%。由于中国经济发展引起不断增加的能源需求，同时对外投资步伐不断加快，未来几年将见证中国对外投资的不断增长。

一方面，是中国不断发展的经济对能源需求的增长，由于中国的石油产量有限，为了满足能源需求，中国必然要加大资源类资产的投资；另一方面，中国的制造业已成长为覆盖面较广的优势产业，需要通过海外并购把此前多限于生产和销售的环节，延伸至设计、服务领域，甚至是能源、资源等上游生产活动。中国企业对外投资的增加无疑将增加特种运输需求的增加，中远航行为本土的特种运输企业，将分享对外投资步伐的加快，这也是我们长期看好特种运输行业的另一个重要原因。

能源需求推动对外投资

增长的能源需求

2009年中国石油需求850万桶/天，较2008年增长了61万桶，增长了7.7%，占非经合组织国家需求增量的75%。由于IMF预期2010年中国的经济增速为10%，较前次上调了一个百分点，IEA 2010年3月再次修正了中国的能源预期，上调2010年中国石油需求13万桶，以反映中国经济的不断回暖，总的需求达到了900万桶/天，比2009年增长52万桶/天，同比增长6.2%。

根据IMF对中国经济的判断，2011年经济增速达到9.7%，2014年经济增长9.5%，始终维持在一个较高的增速上，对于中国经济增长的前景，由于能源需求最终是由经济发展推动，因此能够预计到中国的石油需求将不断增加。

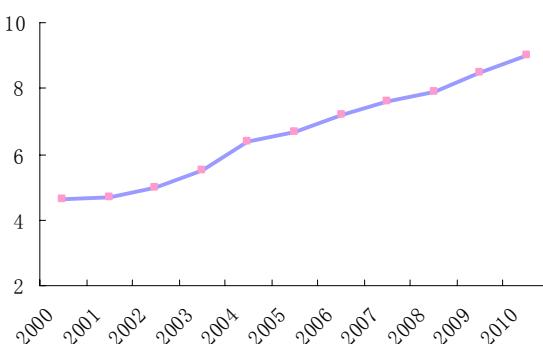
另外，中国作为汽车生产和销售大国，不断增加的石油需求也将增加中国的原油消耗量。假设中国每年销售1,200万辆新车，每辆车一年消耗一吨汽油，粗略算下来每年增加1200万吨石油需求，相当于24万桶/天的消耗量。

图9: IMF 中国经济发展预测



资料来源: IMF、国元证券研究中心

图10: IEA 中国石油需求预测



资料来源: IEA、国元证券研究中心

石油对外依存度不断提高

2009年7月28日发布的2009年中国能源蓝皮书预测，到2020年，中国的石油对外依存度将上升至64.5%。目前，中国的石油对外依存度在50%左右。根据社会科学文献出版社出版的《中国能源发展报告(2009)》预计，目前中国东部油田在减产，西部发展比预期慢，海洋油田产量仍较低，因此中国石油产量不可能大幅增长。蓝皮书认为，总体而言，在石油消费需求快速增加和国内资源存在限制的共同影响下，中国原油贸易发展趋势主要表现为对进口原油的依赖程度不断提高，到2020年中国的石油对外依存度将上升

至逾六成四。

在能源需求不断增加的情况下，中国对外能源投资将不端增长，以满足不断增长的需要。

“走出去”策略促使海外投资明显加快

2008 年，中国对外直接投资净额 559.1 亿美元，较上年增长 111%，中国对外投资首次突破 500 亿美元，中国企业积极参与国际投资合作的步伐进一步加快，截至 2008 年底，中国对外直接投资累计净额 1839.7 亿美元，非金融类对外直接投资 418.6 亿美元，同比增长 68.5%。2009 年我国境内投资者共对全球 122 个国家和地区的 2283 家境外企业进行了直接投资，累计实现非金融类对外直接投资 433 亿美元，同比增长 6.5%。

2010 年，在政府的明确支持下，中国海外投资步伐将明显加快。2009 年年末，各大部委发布的工作展望中，支持中国企业“走出去”都成为重点推动的工作内容。商务部表示，2010 年将同有关部门加快完善对外投资合作促进服务体系和权益保障体系，积极支持有条件的企业“走出去”，实现对外投资合作平稳较快发展。而中国央行则与银监会、证监会、保监会共同发文指出，支持重点产业实施“走出去”战略，对重点产业企业在境外投资国家建设急需的能源、矿产等战略资源，开展境外资源勘探和开发，以及向境外转移过剩的生产能力和成熟技术，金融机构要做好信贷支持和外汇收支等配套金融服务。

2015 年中国对外投资流量可望达千亿美元

中国对外投资存在多种目标，其中以获得资源和服务于对外经济活动为主要目标。目前中国以资源开发、基础设施完善为目的的对外直接投资较多。未来对外投资增加主要来自于中国企业生产率的提高，在国际化方式上，中国企业将从对外出口向对外直接投资转变。中国未来总的的趋势是对外投资扩大。

根据国务院发展研究中心企业所所长陈小洪预计，“中国对外直接投资和并购将持续发展，2015 年中国对外投资流量可望达千亿美元，相当于日本现在对外投资的流量，存量可达 4000 亿—5000 亿美元的规模。”

表 2：中国建立《对外直接投资统计制度以来各年份的统计结果》

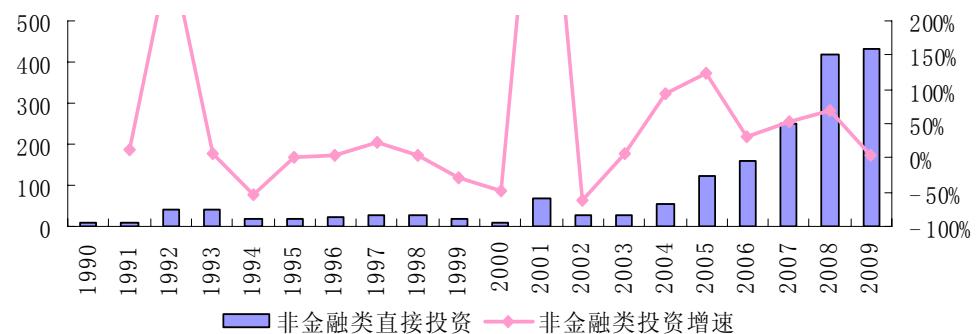
年份	流量	存量	非金融类直接投资
2002	27	299	27
2003	28.5	332	28.5
2004	55	448	55
2005	122.6	572	122.6
2006	211.7	906.3	161.3
2007	265.1	1179.1	248.4
2008	559.1	1839.7	418.6

资料来源：商务部、国元证券研究中心

注：流量数据中，2002-2005 年数据为中国非金融类对外直接投资统计数据，2006-2008 年为全行业直接投资数据（包括金融）

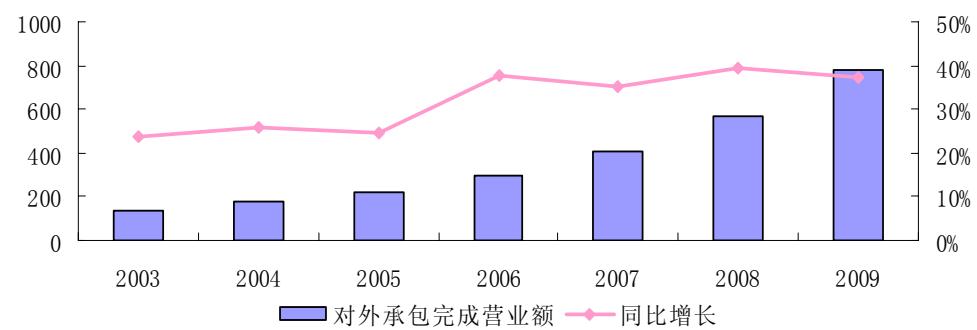
2007 年，中国对外投资采矿业 40.6 亿美元，占对外投资总额的 15.3%，电力、煤气及水的生产和供应业 1.5 亿美元，占比 0.6%。2008 年，中国对外直接投资流向采矿业大幅增长了 58.2%，占到对外直接投资流量 10.4%，主要是石油天然气开采业、有色金属开采业、黑色金属矿采选业。电力、煤气及水的生产和供应业 13.1 亿美元，占 2.3%。尽管采矿业、建筑业目前占比仍然不高，随着中国对资源需求的增加，必然增加对这几个行业的投资，从而带动大型设备货的运输需求。

图 11: 对外投资持续增加



资料来源: 商务部、国元证券研究中心

图 12: 对外承包项目不断增加



资料来源: 商务部、国元证券研究中心

非洲与南美是公司发展的重点

非洲是目前重点

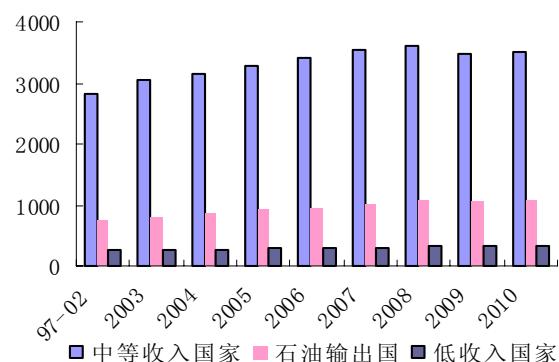
非洲是公司目前的重点航线, 南美洲由于公司运力不足, 没有开设航线, 但是由于南美经济发展前景看好, 将是公司未来发展的重点区域, 尤其是巴西等南美国家, 是公司重点开拓的对象。南美和非洲经济的发展将为公司提供充足的货源。

图 13: 非洲经济发展保持上升势头



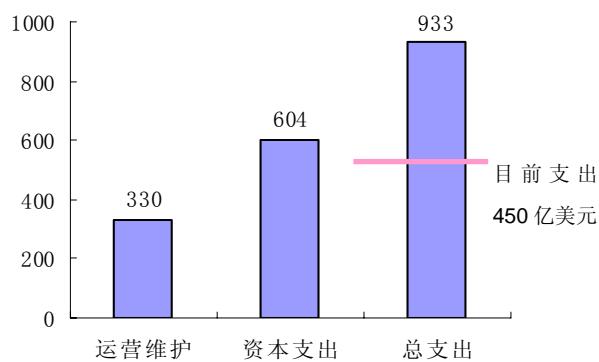
资料来源: IMF、国元证券研究中心

图 14: 非洲国家人均收入 (美元)



资料来源: IMF、国元证券研究中心 (2000 年价格)

图 15: 非洲撒哈拉地区资本需求 (亿美元)

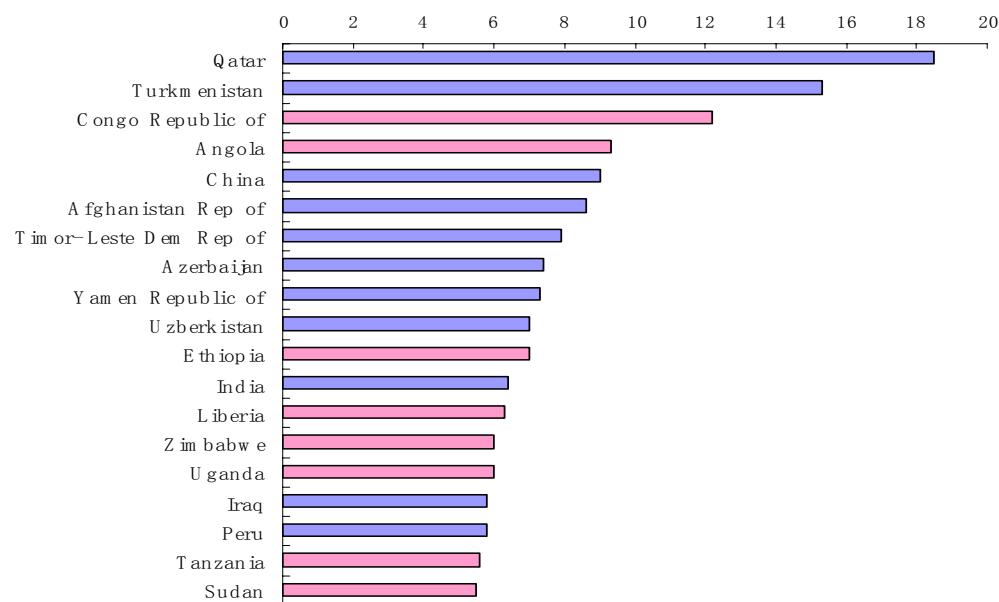


资料来源: 世界银行、路透、国元证券研究中心

从我国对外投资分地区的情况来看, 非洲是增长幅度最大的地区。2008 年, 中国对非洲的直接投资 54.9 亿美元, 较上年增长 249%。

中国社科院发布的 2010 年《社会蓝皮书》预测, 到明年年底, 我国人均 GDP 将接近 4000 美元。蓝皮书认为, 中国总体上已经进入工业化、城市化进程的中期加速阶段。对比非洲, 2010 年非洲中等收入国家预计达到 3500 左右, 而低收入国家人均 GDP 不足 400 美元, 收入差距巨大, 石油出口国不包括尼日利亚人均 GDP 2010 年 1085 美元, 巨大的基础假设需求和资源富足的国家建设的需要将为公司带来重大件运输。

图 16: 20 个经济发展最快的国家中非洲占 8 席



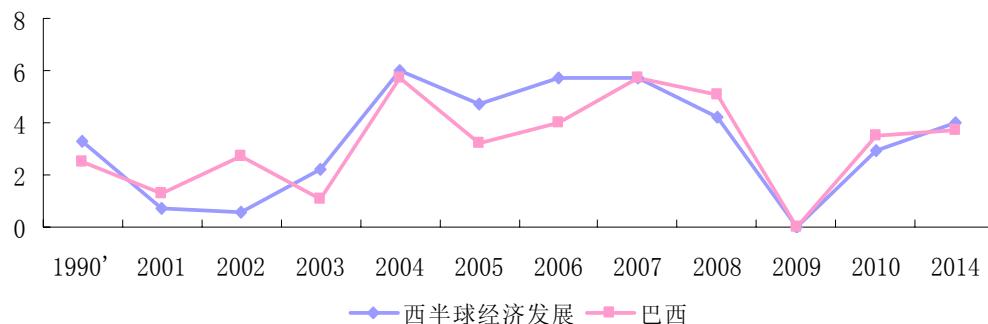
资料来源: IMF、路透、国元证券研究中心

南美是未来开拓区域 南美经济持续发展

国际货币基金组织(IMF)表示, 随着金融危机的影响日益消退, 拉美宏观经济形势逐渐好转, 2010 年的各项经济指标已显示拉美经济正在重回增长轨道。IMF 预测, 2010 年拉丁美洲地区经济将实现 4.8% 的增长, 2011 年增速将有所放缓, 为 3.7%。2010 年拉美

经济将由巴西、秘鲁、智利、墨西哥和阿根廷等国带动增长。

图 17: 南美和中美洲经济发展增速

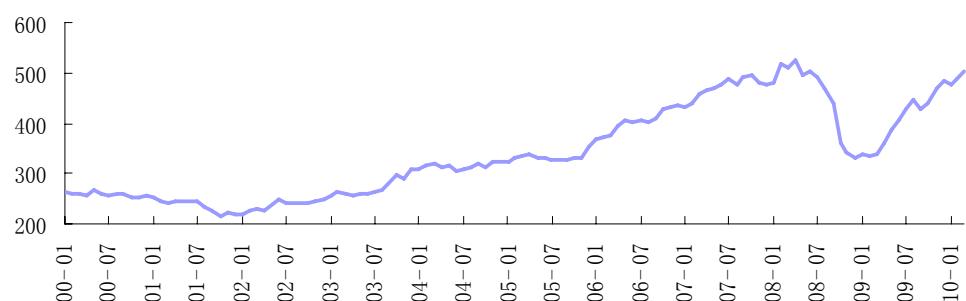


资料来源: IMF、国元证券研究中心

资源优势明显

南美国家自然资源丰富，委内瑞拉的石油，巴西的铁矿石和农产品，智利的铜，阿根廷的农产品，其产量都远高于自身需求。近几年初级产品价格高涨，使得南美出口收入大增，外汇收支和财政收支都有明显改善。随着经济的复苏，初级产品价格有望回升，南美经济的前景继续看好。

图 18: CRB 指数上涨



资料来源: Bloomberg、国元证券研究中心

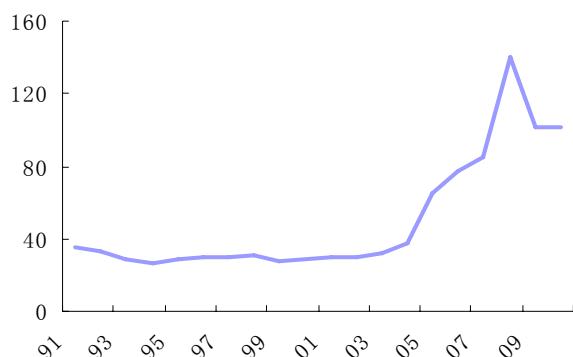
巴西是南美洲重点

中国社科院 3 月 26 日发布 2010 年《拉美黄皮书》认为，2010 年，中国和拉美及加勒比地区的经济前景都是向好，拉美和加勒比经济增长率预计可达到 4.1%，其中巴西可望达到 5.5%。巴西中央银行发布的最新一期《焦点》报告说，2009 年巴西经济收缩了 0.24%，2010 年则有望增长 5.2%。

巴西的外汇收入主要来源是铁矿石、粮食，很大程度上这些产品的需求是刚性的，所以出口收入没有受到太大冲击；近年来巴西陆续在盆地和近海发现大型油田，其储量有望将巴西送入世界主要石油出口国的行列。并且通过新发现的油田找到了新的经济增长点。由于巴西气候、资源等天然优势，同时一贯的经济改革卓有成效，越来越多的专家开始认同，南美地区领头羊的宝座将非巴西莫属。

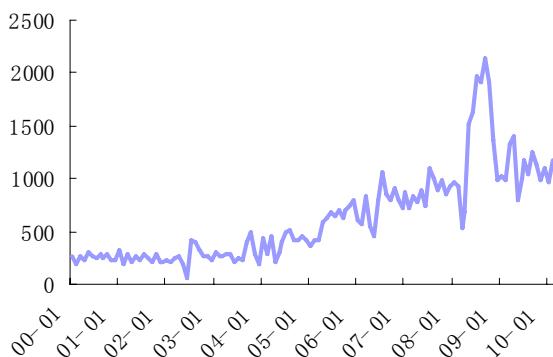
随着公司新船的投产，运力丰富后将扩充公司的航线，以巴西为首的南美洲经济增长将为公司带来稳定的货源增长空间。

图 19: 巴西铁矿石出口 CIF 年度均价 (美元/吨)



资料来源: Bloomberg、国元证券研究中心

图 20: 巴西铁矿石月度出口值 (百万美元)



资料来源: Bloomberg、国元证券研究中心

各船型市场好转，规模扩张

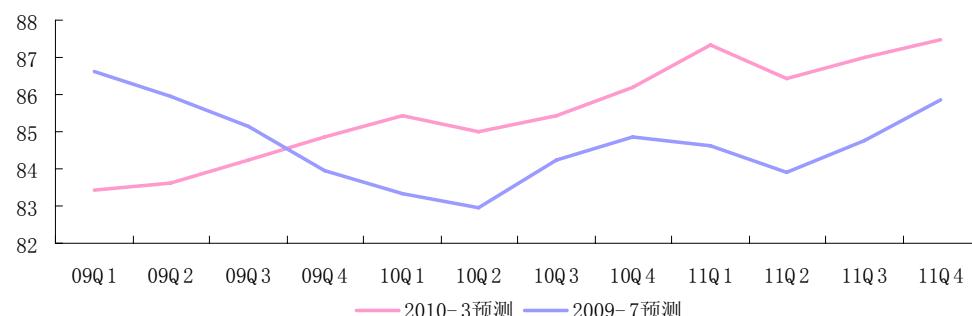
半潜船进入高端领域 长期需求前景乐观

长期来看，半潜船市场的景气度主要受到海洋钻井平台运输需求的影响。而我们看好钻井平台的运输需求基于以下几个判断：一是随着经济的发展能源需求不断增加，IEA 认为，每年的石油需求年均增长 1.5% 左右直到 2030 年；二是陆上石油油井产量逐年下降，不断增加的能源需求将诉诸于海洋石油开发。三是，油价保持高位也使得海洋石油开发有利可图，石油和天然气勘探，开采、加工活动的活跃长期助推半潜船市场的景气程度。

能源需求逐年增长

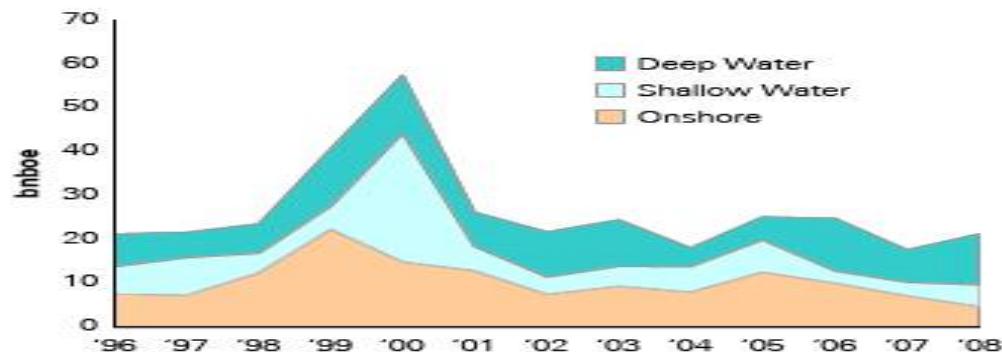
由于 IMF 认为世界经济复苏强劲，IEA 4 月的石油市场报告中将 2010 年世界石油需求维持在 86.6 万桶/天，全球石油需求在 2009 年下降 1.4% 的基础上，2010 年需求将增长 1.7 百万桶/天。从长期来看，不断发展的经济，发展中国家日益增加的能源需求使得石油需求逐年增加，该机构认为，石油需求将年均增长 1.5% 左右直到 2030 年。由于现有的油田产量预计以每年 6.7% 的速度递减，随着陆地石油开采的减少，以及海洋石油探明储量的增加，海洋石油开发将是不可避免的趋势。

图 21: IEA 调高全球能源需求，长期需求仍看涨



资料来源: IEA、国元证券研究中心

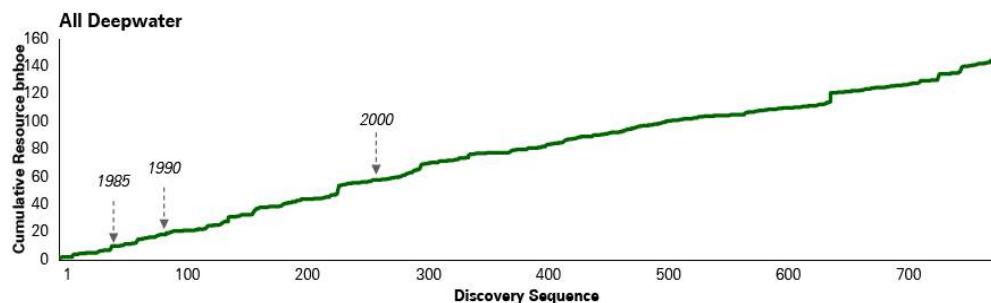
图 22: 海洋石油勘探数量呈增加之势, 陆上石油则减少 (亿桶石油当量)



资料来源: BP、国元证券研究中心

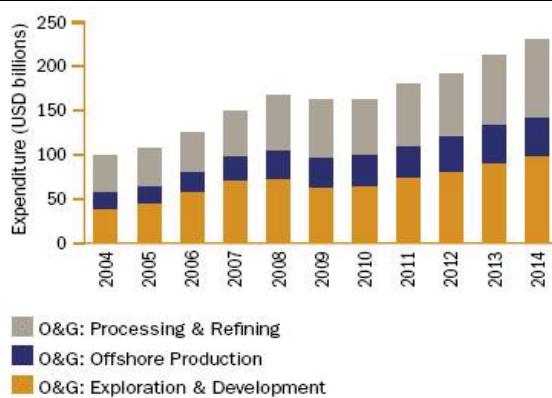
图 23: 深海石油累计储量不断增加 (亿桶石油当量)

Global and basin finding curves in deepwater continue to climb



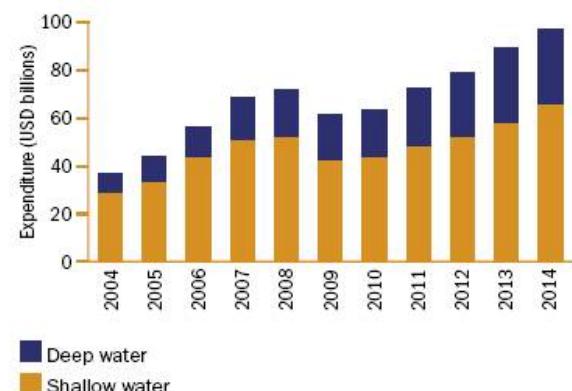
资料来源: BP、国元证券研究中心

图 24: 09 以及 10 年油气行业资本支出减少, 此后回升



资料来源: Douglas Westwood、Dockwise、国元证券研究中心

图 25: 潜水区域资本支出受到冲击较大, 深水基本稳定



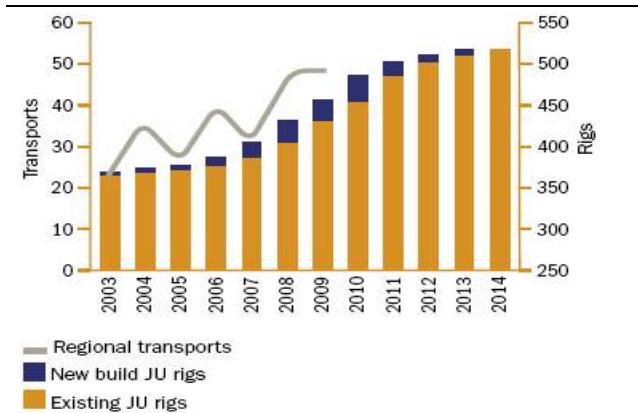
资料来源: Douglas Westwood、Dockwise、国元证券研究中心

油气行业资本支出减少, 短期减少半潜船运输需求, 长期看好发展前景

尽管目前的金融危机导致了石油需求的减少, 从长期趋势来看, 该工业具有较好的发展前景。IEA 预测到 2015 年石油价格将上涨到 100 美元/桶, 这个价格预期是在对石油的需求和供应变化的基础之上做出的, 由于每年的石油需求年均增长 1.5% 左右直到 2030 年, 现有的油田产量预计以每年 6.7% 的速度递减, 根据 Douglas Westwood 2009 年的研究, 石油和天然气行业 2009 年的资本支出减少了大约 3.5%, 2010 年资本支出有望维持在现有水平, 从 2011 年开始, 可能以每年 9% 的速度增长。资本支出的增加也必然带

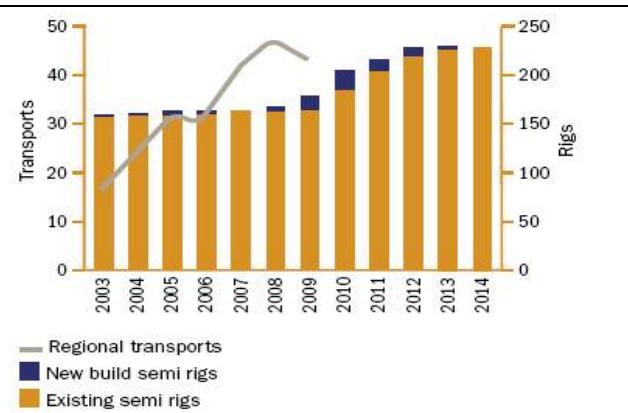
动新建钻井和既有钻井的运输需求。

图 26: 自升式钻井平台位移需求



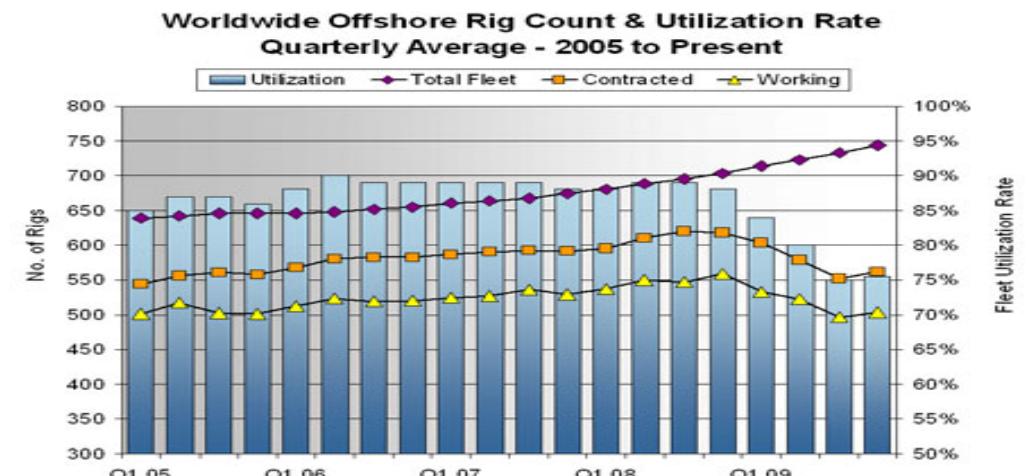
资料来源: Douglas Westwood、Dockwise、国元证券研究中心

图 27: 半潜式钻井平台位移需求



资料来源: Douglas Westwood、Dockwise、国元证券研究中心

图 28: 海洋钻井平台数量持续增加, 2009 年利用率下降



资料来源: ODS-Petrodata、国元证券研究中心

自升式钻井平台: 移动比例稍低, 新建平台支撑

在此次衰退中, 由于许多石油公司减少或者延迟了勘探方面的投资, 超过1000 海里的自升式钻井的移动就相应减少。2009年包括新建的钻井平台在内, 大概有11%的自升式钻井平台发生了位移。这个数量与2008年基本相同。但是, 这个数字主要是由24座新建的平台运输需求支撑。

以往的数据表明, 大约有7.5%的海上石油钻井在任意一个盆地之间需要移动1000海里。从2010-2014年间, 预计大概有7.0%或者7.5%稳定比例的现有自升式平台需要在不同的盆地之间移动, 仅2010年的比例可能会有暂时性的降低。

按照2010年1月的统计, 有大概 60座自升式钻井在建, 交付期间是2010年到2012年, 这些钻井建造完毕后都需要从生产地运送到产油区。同时, 2009年, 新造钻井平台交付有所延迟, 增加了2010年需要运输的新建钻井平台的数量。2010年, 预计共有31座新建自升式钻井平台投入使用, 这也将为钻井平台的运输提供支撑。

半潜式钻井平台: 新建平台位移支撑, 深水区今年复苏

与自升式钻井平台相似, 已有钻井平台需要位移的比例在2010年将有所降低。根据

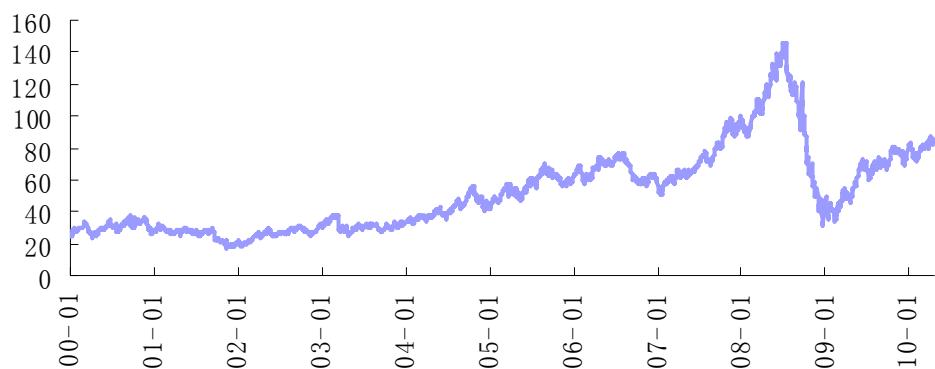
Dockwise 的判断, 2010-2014年间在不同盆地间需要移动的百分比将保持在25%, 2010 和2011两年间则相对略有降低。2009年, 有几座钻井平台被推迟交付, 2010年, 大概有20座新的平台将投入到市场。2010年1月初统计, 大约有40座半潜式钻井在建, 将于近三年内交付。这些钻井建造地都在东南亚并都将运输到巴西附近的深海产油区。尽管大部分最近建造的半潜式钻井都有自航能力, 可以以6-8节的速度航行。但是, 这个速度还是比通过半潜船拖载要慢很多, 由于运营商需要按日支付昂贵的钻井费用, 因此, 一旦这些钻井完工, 将需要用半潜船将其以最快的速度运送到目的地。

由于受到2009年经济下行的影响, 油气产业的资本支出减少, 油气勘探领域的资本支出减少。浅水领域受到的冲击最大, 但是, 有望经历一个缓慢的复苏, 到2012年有望回升到2008年的水平。深海领域的资本支出受到的影响不大, 预计2010年将复苏, 以后将有一个稳定的增长。

油价是长期需求的主要推动力

根据业内公司预计, 如果油价能持续稳定在70美元/桶, 对石油钻井的需求的大大增加。美国能源总署(EIA)看涨今明两年的油价, 在3月的短期能源展望中判断, EIA预计WTI原油价格今年春天均价将保持在80美元/桶以上, 到年底将上涨到82美元/桶的价位, 2011年年底有可能达到85美元。IEA则预测到2015年石油价格将上涨到100美元/桶。

图 29: WTI 油价上涨趋势中



资料来源: Bloomberg、国元证券研究中心

公司半潜船步入高端竞争市场

目前世界上主要有四家公司经营半潜船业务, 处于寡头垄断状态。除了中远航运外, 另外三家是荷兰的 Dockwise、Fairstar 以及挪威的 Ocean Heavy Transport。

挪威 Ocean Heavy Transport 公司现有半潜船4艘, 全部为油轮改造而来。荷兰 Fairstar 公司将两条半潜驳船改造成带有自航能力的半潜船, 两条半潜船都是2008年交付, 从安全性来讲不会对中远航运构成竞争。公司目前最大的竞争对手是 Dockwise, 目前有20艘半潜船, 载重吨从最大的 Blue Marlin 的 76051 吨, 到最小的 8727 吨不等。

目前全球5万吨以上的半潜船有10艘, 其中 Ocean Heavy Transport 有两艘载重54000吨的半潜船。Dockwise 有8艘, 其中6艘T系列由油轮转换而来, 通过“life time extension”计划, 这8艘半潜船的退役时间延迟到了2020年以后。

中远航运现有2艘半潜船: 泰安口、康盛口, 2009年有一艘半潜船“发展之路”退役, 目前公司的两艘半潜船吨位偏小, 与主要竞争对手 Dockwise 相比, 目前公司的两艘2万载重吨的半潜船走的是差异化竞争路线, Dockwise 2万吨的半潜船仅有1艘, Ocean

Heavy Transport 的两艘半潜船载重吨位也在 3 万吨左右。

目前在建的两艘 5 万吨级半潜船为双独立机舱、双螺旋桨、采用电力推进的专门服务于海洋工程货物运输的特种船舶，与国际上目前现有的半潜船相比，在各项性能指标上遥遥领先。同时在设计上已考虑日后稍加改进即可增大尺寸和载重量，可满足今后数十年的业务需求。中远航运这两艘 5 万吨最先进半潜船投入使用后，将步入高端竞争领域，能承运 98%以上的钻井平台，具有广阔的市场前景。

表 3：主要竞争对手 4-5 吨半潜船情况

Dockwise							
Type	Name of vessel	Width (M)	Length (M)	Cargo deck space (sqm)	Tons	Built	Retire date after life time extension
Type I	Blue Marlin	63	225	11,227	76,051	2000	2030
	Mighty Servant 1	50	190	7,500	40,190	1983	2023
Type II	Black Marlin	42	218	7,480	57,021	1999	2025
	Transporter	45	217	5,785	54,000	1990	2027
	Target	45	217	5,785	54,000	1990	2027
	Treasure	45	217	5,785	54,000	1990	2028
	Talisman	45	217	5,785	54,000	1993	2028
	Trustee	45	217	5,785	54,000	1991	2029
	Triumph	45	217	5,785	54,000	1992	2028
Ocean Heavy Transport							
Name of vessel		Width (M)	Free Deck Length	Free Deck Area	Tons	Converted Time	
Osprey		44.5	157	6,900	54,000	2008	
Hawk		44.5	157	6,900	54,000	2008	

资料来源: Dockwise、OHT、国元证券研究中心

毛利占比保持稳定

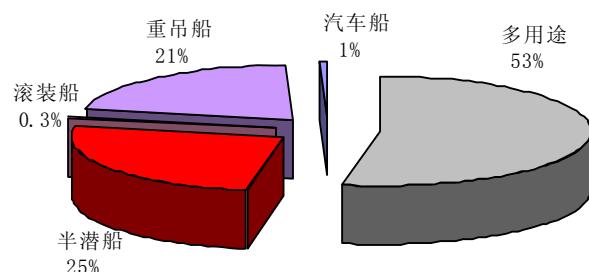
半潜船占公司营业利润占比从 2007 年的 11.4%上升到 08 年的 12.7%，09 年杂货、多用途、滚装以及汽车船亏损，半潜船营业利润占比增加到 153.4%。今年由于受到金融危机冲击，石油公司资本支出减少的影响，目前多以现货为主，期租水平低于 2009 年，但下半年随着油价稳定，新造钻井平台的位移将有效支撑市场需求，半潜船市场前景逐渐好转。由于半潜船营业利润基本稳定，随着新船的投产，半潜船的毛利自 2011 年开始将持续增长，2010 年预计占比达到 25%，2011 年由于多用途船收入增加，半潜船毛利占比维持在两成（暂不考虑未签约的 10 艘重吊船），成为公司重要的利润增长点。

图 30: 半潜船毛利未来两年稳定增长



资料来源: 公司数据、国元证券研究中心

图 31: 2010 年半潜船贡献 1/4 的毛利



资料来源: 公司数据、国元证券研究中心

重吊船队快速扩张

2009 年, 公司重吊船与半潜船收入占比 8.3% 与 10.3%, 在杂货船、多用途、滚装、汽车船都亏损的情况下, 重吊船与半潜船一道贡献了公司全部的利润。

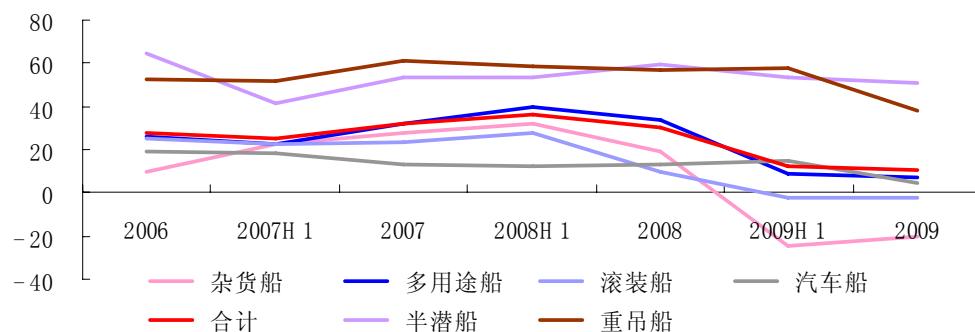
2009 年公司重吊船由于重大件运输受到基础设施建设滞后性的影响, 运量继续充足, 今年经济好转, 这部分货物运量有较好的需求保证。同时重吊船作为特种运输船只, 相对普通杂货船具有更强的议价能力以及抵御风险的能力, 因此, 尽管重吊船也会受到航运市场的影响, 但经营更为稳定, 毛利率更高。

表 4: 公司船型利润

船型	营业利润			利润同比变化			营业利润占比		
	2009	2008	2007	2009	2008	2007	2009	2008	2007
杂货船	-121.7	110.8	220.6	-209.9%	-49.8%	308.0%	-98.8%	6.6%	13.7%
多用途船	-11.6	1,190.3	955.4	-101.0%	24.6%	68.8%	-9.5%	70.9%	59.5%
半潜船	188.9	213.5	182.4	-11.5%	17.1%	-10.3%	153.4%	12.7%	11.4%
滚装船	-31.9	33.0	34.9	-196.9%	-5.6%	37.1%	-25.9%	2.0%	2.2%
重吊船	111.3	114.3	157.2	-2.6%	-27.3%	32.4%	90.4%	6.8%	9.8%
汽车船	-11.7	17.5	54.2	-167.1%	-67.7%	58.7%	-9.5%	1.0%	3.4%
合计	123.2	1,679.4	1,604.6	-92.7%	4.7%	60.2%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源: 公司数据、国元证券研究中心

图 32: 重吊与半潜船的毛利率明显高于其他船型



资料来源: 公司数据、国元证券研究中心

船队规模扩充

公司目前有重吊船 6 艘，船队规模较小，现有船型和新订造的船型起吊能力也偏小，主要是考虑中国市场现状，目前公司的船型基本能满足出口产品的需要，同时，去年 4 艘重吊船刚刚回归经营，公司也需要逐步摸索从低端市场到高端市场的经验，公司也在不断积累中完善技术与人员。未来重吊化将是不可避免的趋势，同时，公司订造新船也是为了满足公司不断开拓新航线，满足市场开发，占有市场的需要。

公司在山东黄海船厂订造的 8 艘 28000 吨多用途重吊船去年 10 月以及今年 2 月分别交付 1 艘，剩下的 1 艘估计年底交付，2011 年预计交付 4 艘，剩下的 1 艘 2012 年交付。同时，公司拟通过配股筹资新建 8 艘重吊船，公司的重吊船达到 20 艘，与竞争对手规模相当。随着新造重吊船相继投入营运，大大增强了公司多用途船队的市场竞争力，提升了对客户的服务水平。

竞争对手造船显示对市场充满信心

目前重吊船市场主要的竞争对手是 Biglift、SAL 以及 JUMBO。相比较于竞争对手，公司目前的船队规模将随 8 艘在建的 28000 吨重吊船，以及配股筹资新造 8 艘重吊船的投产与同行规模相当，从起吊能力上看，公司从事重大件货物运输 600 吨以下区间。从行业发展趋势来看，重吊化是必然趋势，各个对手近年来加大造船也显示了对行业的信心。

表 5：重吊船主要竞争对手船队情况

Biglift			SAL			JUMBO		
船级	并吊吨	艘数	船级	并吊吨	艘数	船级	并吊吨	艘数
现有船舶								
Happy Buccaneer	1400	1	Type-176	1400	4	J 级	1800	4
Happy R-types	800	4	Type-161B	770	2	D 级	1000	2
Tra-types	500	4	Type-161A	700	4	H 级	800	2
			Type-161	600	4	E650 级	650	2
						E650 级	500	1
						G500 级	500	3
新船								
Happy D-type	400*2	5	Type-183	2000	2			
Happy S-type	1800	2						
合计		16			16			14

资料来源：公司网站、国元证券研究中心

JUMBO 公司从 2008 年开始接收 4 艘 J 级 1800 并吊能力的重吊船，将公司的起吊能力提升了一个层次。Biglift 目前运营 9 艘重吊船，起吊能力 500-1400 吨之间，2010-2011 年共有 7 艘船加入公司阵营，其中 5 艘并吊能力 800 吨的重吊船将从 2010 年下半年开始交付，2 艘并吊能力的船将于 2011 年交付。SAL 的 2 艘世界上最大的重吊船（并吊能力 2000 吨）则将于 2010 年 11 月和 2011 年 3 月交付使用。竞争对手新船的投产以及在建强调了同行对重吊市场和工程设备货物的信心。

多用途船前景改善

多用途船回程货物受到 BDI 指数影响，干散货市场运力、需求增长供需差尽管为负，但供需形势相对去年明显好转，今年市场表现肯定要好于去年，同时，集装箱市场改善也有助于多用途船型免受集装箱以及灵便型散货船的挤压。公司走差异化，专业化发展多

用途船重吊化的趋势将较普通多用途、杂货船具有明显竞争优势，另外，公司多用途船出口地南美以及非洲，亚洲区域经济复苏快于全球。

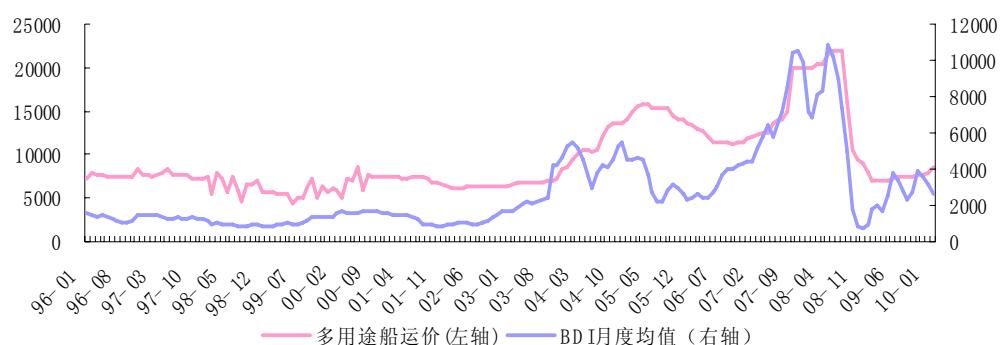
2010 年，尽管多用途船运力可能增长 5.5%，但干散货今年需求预计增长 6.3%，集装箱需求增长 8.1%，尽管干散货仍然供大于求，但供需形势肯定好于 2009 年，得益于需求的好转以及运力供给压力小于干散货，集装箱市场 2010 年供需差由-14.8%转为 2.8%，6 年来首次转正。干散货以及集装箱市场的好转一方面带到航运市场景气度的回升，另一方面，多用途船受到的集装箱和灵便型船的挤压也小，有利于公司争取货源，获取更高的运价。

新造船只扩充公司运力

多用途船是公司的主体，公司目前船队船龄老化，新造多用途船的同时淘汰适货性差、盈利能力弱的老旧船舶，加快调整公司的运力结构。随着公司新航线的开拓，以及为了维持公司在既有航线的竞争力，扩大公司的船队规模也是必然选择。另外，目前新船价格较低，公司此时造船具有一定的成本优势。

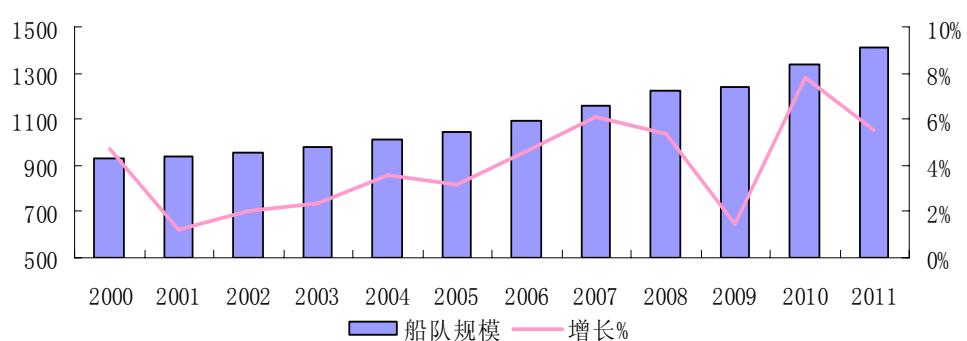
3 月 30 日，公司与江苏泰州口岸船舶有限公司签订了总数为 10 艘 2.7 万吨新型多用途船合同，按照合同规定，该批船舶将于 2011 年 6 月份起陆续交付。假设公司 2011 年 6 月开始接收新的多用途船并按照每三个月交付一艘的速度，则 2010 年交付 3 艘，2012 年交付 4 艘，那么到 2012 年底，公司多用途船将达到 49 艘，公司总的运力将达到 172 万吨，运力规模较今年年初增长 45.4%。

图 33：多用途船运价与 BDI 指数基本同步



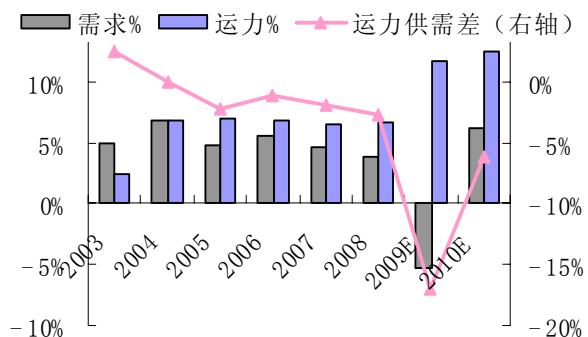
资料来源: Clarkson、国元证券研究中心

图 34：多用途船队今年扩张 8%左右



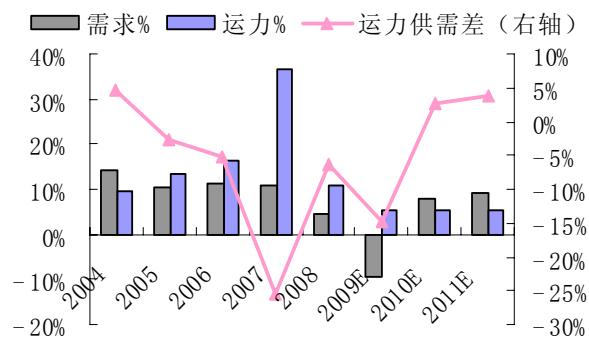
资料来源: Clarkson、国元证券研究中心

图 35: 干散货需求改善



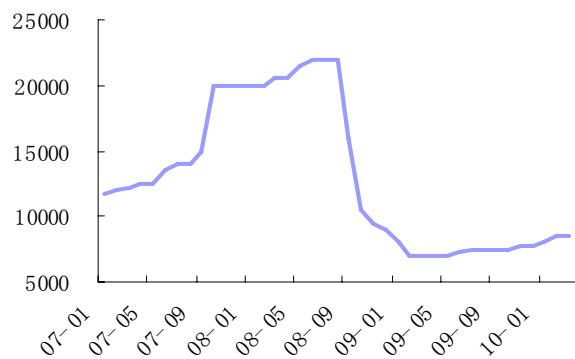
资料来源: Clarkson、国元证券研究中心

图 36: 集装箱供需情况好转



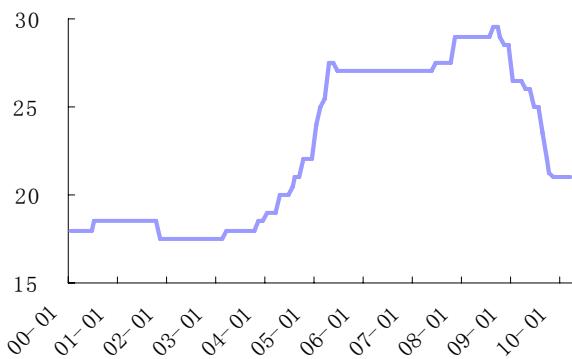
资料来源: Clarkson、国元证券研究中心

图 37: 17000 吨多用途船运价底部回升



资料来源: Clarkson、国元证券研究中心

图 38: 多用途造价相对低位

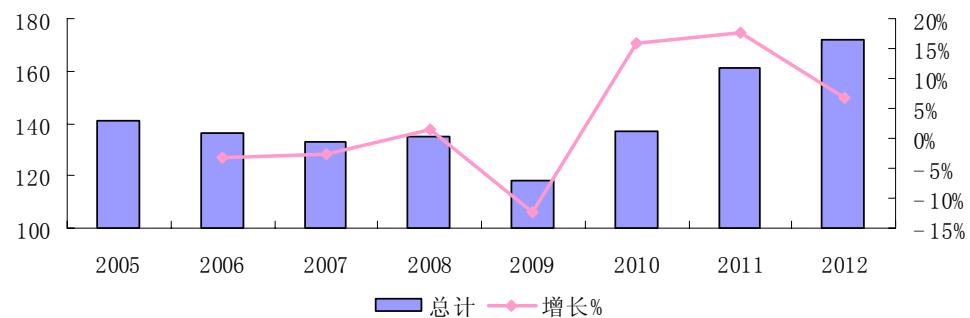


资料来源: Clarkson、国元证券研究中心

公司船队规模大幅扩张

2010 年公司共有 6 艘新船投入运营，分别是半潜船 1 艘，多用途船 3 艘，重吊船 2 艘，折算成有效运力增长 2.8 艘，共计增加运力 18.7 万吨，增长幅度 15.8%。假设新建的 10 艘多用途船从 2011 年 6 月开始接收，并按照每三个月接收一艘的速度，同时假设 8 艘重吊船 2013 年全部交付完毕，那么 2013 年公司运力 203 万吨，较今年年初运力增长 71.2%。公司新增的多用途船，半潜船，重吊船运力作为特种运输船舶，竞争能力都高于目前的普通杂货船。本次拟配股筹资新建的多用途船，比上次的多用途船起吊能力更强，同时船型和起吊能力进一步得到优化。作为公司未来的主力船型，定位于未来承运中国出口大型机械设备和工程机械，由于对这个市场长期看好，因此，对船型的盈利能力预期乐观。新造的 8 艘重吊船并吊能力 700T，起吊能力大于之前 8 艘新船的 400T 起吊能力，适应了重吊化的趋势。另外，半潜船营业前景乐观，新船投产进入高端领域。随着新船不断投产，公司船队规模得以扩张，竞争实力增强，对改善公司船队结构，大幅提升公司船队硬件水平，提升公司在特种船运输领域的竞争实力，实现公司发展战略起着十分重要的作用。

图 39: 公司运力大幅增长 (万吨)



资料来源: 公司数据、国元证券研究中心 (注: 未计入 8 艘重吊船以及不考虑杂货船淘汰)

盈利预测与投资建议:

盈利预测基本假设:

- 1、假设新订造的 10 艘多用途船 2011 年交付 3 艘, 2012 年交付 5 艘。
- 2、杂货船从今年开始淘汰, 2011 年全部退役。
- 3、燃油价格 2010 年 82 美元/桶, 11 年 85 美元/桶, 12 年 87 美元/桶。

投资建议:

长期来看, 我们看好中远航运, 一是行业前景长期看好。二是各船型投产恰逢行业景气回升, 助推公司业绩增长。

预计 2010 年机械产品的出口将增长 20%, 短期来看, 我们对机械行业出口情况的好转持乐观态度, 机械产品出口的增长从需求上保证了公司的运量。从长期来看, 中国机械产品出口正处于进口替代到出口扩张的阶段, 尽管中国的机械行业仍然处于成长期, 随着中国机械行业技术水平的提高, 各子行业出口产品必然增加。同时, 中国对外投资将明显增加, 2010 年, 在政府的明确支持下, 中国海外投资步伐将明显加快。2010 年世界上发展速度最快的 20 个国家中有 8 个来自非洲, 随着金融危机的影响日益消退, 拉美宏观经济形势逐渐好转, 2010 年的各项经济指标已显示拉美经济正在重回增长轨道, 南美和非洲经济的发展将为公司提供充足的货源。

公司多用途船队扩充恰逢航运行业好转, 多用途船一方面受到干散货市场、集装箱市场好转影响, 运价回升, 另一方面, 目前新建的多用途船在适货性方面更强, 起吊能力大于原有多用途船, 竞争能力更强。半潜船钻井平台运输需求短期受到石油公司支出减少影响, 但是新建平台的运输将弥补现有平台的位移需求, 并且由于看涨油价, 勘探和开采活动增加, 2011 年半潜船市场有望重新焕发活力。2009 年公司重吊船由于重大件运输受到基础设施建设滞后性的影响, 运量继续充足, 明年经济好转, 这部分货物运量有较好的需求保证。重吊船和半潜船收益稳定, 毛利较高, 将一道成为公司收益的稳定器,

预计公司 2010/2011 年实现营业收入 43.8/52.4 亿, 净利润 3.2/9.3 亿, 每股收益 0.24/0.71 元, 考虑到公司良好的发展前景, 给予公司“推荐”评级。

表 6：各船型盈利预测

人民币百万	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
整体						
年底船舶数量	82	84	68	66	66	71
营业收入 (百万元)	5,238	6,645	3,690	4,154	5,187	5,628
同比(%)	36%	27%	-44%	13%	25%	9%
杂货船						
年底船舶数量	23	23	16	8	0	0
期租水平 (美元/营运天)	6,959	9,037	3,871	5,033	5,536	5,813
同比(%)	70%	30%	-57%	30%	10%	5%
营业收入 (百万元)	845	1,063	401	281	227	0
同比(%)	24%	26%	-62%	-30%	-19%	-100%
多用途						
年底船舶数量	53	51	39	42	45	49
期租水平 (美元/营运天)	12,638	20,063	8,412	10,515	13,670	14,627
同比(%)	34%	59%	-58%	25%	30%	7%
营业收入 (百万元)	3,172	4,100	2,117	2,541	3,125	3,562
同比(%)	37%	29%	-48%	20%	23%	14%
半潜船						
年底船舶数量	3	3	2	3	4	4
期租水平 (美元/营运天)	26,815	31,937	40,480	38,456	44,993	48,593
同比(%)	-12%	19%	27%	-5%	17%	8%
营业收入 (百万元)	345	361	378	360	575	661
同比(%)	9%	5%	5%	-5%	60%	15%
滚装船						
年底船舶数量	0	5	3	3	3	3
期租水平 (美元/营运天)	7,999	8,133	5,110	5,826	6,699	7,168
同比(%)	11%	2%	-37%	14%	15%	7%
营业收入 (百万元)	161	627	398	433	477	505
同比(%)	44%	289%	-37%	9%	10%	6%
重吊船						
年底船舶数量	4	4	5	7	11	12
期租水平 (美元/营运天)	20,091	21,226	19,682	20,666	21,700	22,785
同比(%)	16%	6%	-7%	5%	5%	5%
营业收入 (百万元)	257	219	306	444	680	789
同比(%)	12%	-15%	40%	45%	53%	16%
汽车船						
年底船舶数量	6	5	3	3	3	3
期租水平 (美元/营运天)	7,804	10,047	6,074	6,924	7,617	8,150
同比(%)	-2%	29%	-40%	14%	10%	7%
营业收入 (百万元)	458	275	89	96	103	111
同比(%)	137%	-40%	-67%	7%	8%	7%

资料来源: 公司数据、国元证券研究中心

表 7：航运公司估值比较

	PE			PB			ROE		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
A股航运公司									
中海集运	662.5			1.8	1.9	1.9	0.1	-23.5	-5.6
中国远洋	4.2		49.3	2.8	2.7	2.6	23.4	-10.3	2.8
招商轮船	10.7	37.2	18.3	1.9	1.8	1.7	13.6	4.0	8.2
中海发展	4.3	28.8	18.6	1.8	1.7	1.7	28.7	6.1	8.0
长航油运	10.4	116.2	21.1	2.2	2.1	1.9	13.9	2.4	11.9
中远航运	5.8	70.4	29.5	3.0	2.8	2.6	37.6	3.6	7.9
H股航运公司									
中海发展	4.3	27.4	17.4	1.7	1.6	1.5	28.7	6.2	9.1
中国远洋	4.2			2.0	2.0	2.0	23.4	-11.8	0.1
中海集运	662.5			1.2	1.3	1.3	0.1	-22.0	-3.3
国际干散货公司									
DIANA SHIPPING	4.3	9.8	9.7	1.2	1.2	1.1	28.2	13.5	11.1
EAGLE BULK SHIPP	4.7	8.0	14.5	0.5	0.5	0.5	12.5	6.6	2.8
GENCO SHIPPING	2.7	4.9	5.9	0.8	0.8	0.7	13.1	18.0	11.9
DRYSHIPS INC		6.1	7.5	0.2	0.7	0.6	-31.2	7.2	7.4
EXCEL MARITIME	0.8	140.4	11.3	0.3	0.3	0.3	-6.4	17.9	10.1
KAWASAKI KISEN	7.4	8.5		0.9	0.7	1.0	23.7	10.4	-21.1
PRECIOUS SHIPPIN	2.3	6.7	11.3	1.1	1.1	1.1	32.7	17.7	9.5
PACIFIC BASIN	1.9	11.0	14.6	1.0	1.0	1.0	39.2	9.2	6.9
国际集装箱									
MAERSK DC	6.9		25.2	1.3	1.4	1.3	11.8	-3.1	5.4
Yang Ming	48.1			1.0	0.9	1.0	1.1	-40.3	-8.0
Hanjin	4.2			0.8	0.1	0.2	11.0	-44.0	-14.2
Evergreen	73.6			0.9	1.0	1.1	1.0	-14.9	0.5
Wan Hai	7075.0		32.3	1.4	1.6	1.5	0.0	-9.6	7.2
Orient Overseas	4.7		9.1	1.2	1.2	1.0	6.4	-9.8	19.3
Hyundai Merchant Marine	7.2			1.8	2.0	2.2	28.2	-26.3	-0.8
国际油轮									
TEEKAY SHIPPING	4.8		40.8	0.9	0.8	0.9	-19.9	-1.2	2.9
FRONTLINE LTD	3.2	25.8	15.2	3.8	3.9	3.4	121.7	14.9	21.8
OVERSEAS SHIPPING	2.8		189.0	0.7	0.7	0.8	17.9	0.2	0.6
SHIP FINANCE	3.9	8.4	9.1	2.1	2.0	1.7	32.1	30.6	25.8
GENERAL MARITIME	5.9	17.9		1.4	1.1	1.5	8.7	7.1	-5.0
TSAKOS ENERGY	4.1	12.8	19.7	0.6	0.6	0.6	23.0	8.9	4.2
KNIGHTSBRIDGE TA	5.2	15.0	7.9	1.3	1.3	1.3	21.7	9.2	15.9
NORDIC AMER TANK	9.3	215.1	26.0	1.4	1.4	1.5	16.3	0.5	4.7

资料来源:Bloomberg、国元证券研究中心

资产负债表				利润表				单位: 百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E		
流动资产	2671	2689	3356	4514	营业收入	3902	4381	5425	5878		
现金	2293	2202	2837	3959	营业成本	3515	3670	3990	4203		
应收账款	78	126	129	149	营业税金及附加	57	66	81	88		
其他应收款	32	31	39	43	营业费用	52	40	54	60		
预付账款	125	141	148	157	管理费用	220	238	232	234		
存货	125	133	132	131	财务费用	-25	46	34	29		
其他流动资产	17	57	70	76	资产减值损失	6	2	4	3		
非流动资产	4657	4638	4762	4719	公允价值变动收益	0	0	0	0		
长期投资	41	41	41	41	投资净收益	5	11	22	22		
固定资产	2654	3545	4029	4236	营业利润	82	329	1052	1282		
无形资产	3	7	26	30	营业外收入	58	55	50	50		
其他非流动资产	1959	1045	666	412	营业外支出	12	10	11	10		
资产总计	7328	7326	8118	9234	利润总额	128	374	1091	1321		
流动负债	1445	1236	1142	1188	所得税	7	78	226	274		
短期借款	498	229	100	100	净利润	121	297	865	1047		
应付账款	524	514	554	593	少数股东损益	-14	-19	-67	-88		
其他流动负债	423	493	487	496	归属母公司净利润	136	316	932	1136		
非流动负债	1613	1426	1526	1626	EBITDA	202	507	1253	1500		
长期借款	509	609	709	809	EPS (元)	0.10	0.24	0.71	0.87		
其他非流动负债	1104	817	817	817							
负债合计	3058	2663	2668	2815							
少数股东权益	37	18	-50	-138							
股本	1310	1310	1310	1310							
资本公积	833	833	833	833							
留存收益	2187	2503	3356	4414							
归属母公司股东权益	4233	4646	5499	6557							
负债和股东权益	7328	7326	8118	9234							
现金流量表				单位: 百万元							
经营活动现金流	162	228	1053	1252	营业收入	-43.5%	12.3%	23.8%	8.3%		
净利润	121	297	865	1047	营业利润	-95.3%	300.8%	219.6%	21.9%		
折旧摊销	144	132	167	189	归属于母公司净利润	-90.6%	133.0%	195.2%	21.8%		
财务费用	-25	46	34	29							
投资损失	-5	-11	-22	-22	毛利率(%)	9.9%	16.2%	26.4%	28.5%		
营运资金变动	-70	-51	-0	9	净利率(%)	3.5%	7.2%	17.2%	19.3%		
其他经营现金流	-3	-185	9	-1	ROE(%)	17.5%	3.2%	6.8%	17.0%		
投资活动现金流	-760	-76	-278	-122	ROIC(%)	1.3%	7.2%	20.2%	24.7%		
资本支出	911	100	280	140	偿债能力						
长期投资	0	0	0	0	资产负债率(%)	41.7%	36.3%	32.9%	30.5%		
其他投资现金流	150	24	2	18	净负债比率(%)	35.72%	34.36%	33.30%	35.09%		
筹资活动现金流	201	-243	-139	-9	流动比率	1.85	2.17	2.94	3.80		
短期借款	362	-270	-129	0	速动比率	1.76	2.07	2.82	3.69		
长期借款	126	100	100	100	营运能力						
普通股增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.54	0.60	0.70	0.68		
资本公积增加	-5	0	0	0	应收账款周转率	38	40	40	40		
其他筹资现金流	-282	-74	-110	-109	应付账款周转率	6.53	7.07	7.47	7.33		
现金净增加额	-403	-92	636	1121	每股指标(元)						
					每股收益(最新摊薄)	0.10	0.24	0.71	0.87		
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	0.17	0.80	0.96		
					每股净资产(最新摊薄)	3.23	3.55	4.20	5.00		
					估值比率						
					P/E	92.75	39.80	13.48	11.07		
					P/B	2.97	2.70	2.29	1.92		
					EV/EBITDA	60	24	10	8		

国元证券投资评级体系:

(1)公司评级定义

	二级市场评级	公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%”以上	A 公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%”之间	B 公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%”之间	C 公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%”以上	

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn