

日期: 2010年5月21日  
行业: 交通运输业 - 航运



冀丽俊  
021-53519888-1921  
jilijun@sigchina.com  
执业证书编号: S0870208090141

## 业绩随运价回升

### ■ 动态事项:

我们就近期跟踪情况做动态报告。

### ■ 主要观点:

#### 原油运输业务为主

公司主要专注于能源运输,包括原油、干散货和 LNG 运输,就目前的业务结构来说,原油运输收入占比超过 7 成,利润占比超过 6 成,是公司主要的收入和利润来源。

油轮业务是由海宏公司负责经营管理,船队规模合计载重吨为 371 万,其中 VLCC 型 8 艘 293 万载重吨,在国内同行中处于领先地位。干散货运输业务由明华公司管理经营,船队载重吨为 88 万吨,主要是 1 艘好望角型、2 艘巴拿马型和 12 艘灵便型,规模较小。

LNG 业务主要是为广东、福建进口液化天然气,运营船只 5 艘,内部汇报率在 12%,年贡献投资收益大概在 8000 万元左右。目前,公司在建 LNG 船 1 艘,未来将服务于上海进口液化天然气运输项目。

#### 运价上升带来业绩增长

2010 年一季度实现营业收入 6.59 亿元,同比增加 32.14%;净利润 2.27 亿元,同比增长 15.90%;实现每股收益 0.07 元。

业绩增长主要是源于航运市场的好转。今年年初至 5 月 14 日,原油 BDTI 指数平均为 1001 点,同比增长 69.82%;干散货 BDI 指数平均为 3102 点,较上年同期增长 87.51%。运价水平的上升增强了盈利能力,一季度公司的毛利率为 30.81%,较上年年底提高了 5.5 个百分点。我们认为,公司未来的业绩改善依然要依靠世界经济复苏带来的原油、散货等的海运贸易量增长,以及由此带来的运价水平提升。

#### 今明两年运力集中投放

未来两年运力交付较大,现有油轮订单 4 艘 100.24 万载重吨,是现有运力的 26.95%;散货船订单 6 艘 108 万载重吨是现有运力的 122.72%。可以看出,今明两年公司运力投放较为集中。我们认为,新船的投入使用,可以改进船型和船龄结构,增强公司的竞争力和盈利能力;同时也需看到,如果需求恢复不足,运量和运价低迷,折旧成本会拖累业绩。公司没有公告 2012 年以后的运力计划,预计后期主要是在于运力的自然更新方面。

### 基本数据 (10Q1)

报告日股价 (元)	4.50
12mthA 股价格区间 (元)	4.50/6.90
总股本 (百万股)	3433.40
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (百万元)	15450.30
每股净资产 (元)	2.82
PBR (X)	1.59
DPS (Y09, 元)	0.02 (含税)

### 主要股东 (10Q1)

招商局轮船股份有限公司	54.07%
中国石油化工集团公司	9.85%

### 收入结构 (Y09)

油轮运输	73.45%
散货运输	26.54%

### 最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: JLJ10-CT05

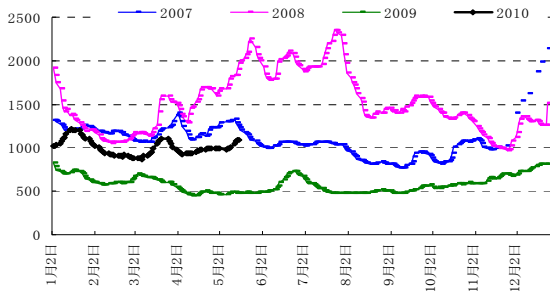
首次报告时间: 2010年5月21日

表 1 船队结构情况如下 (2010 年 3 月 31 日)

	现有运力		订单数		
	艘数	载重吨 (万吨)	艘数	载重吨 (万吨)	交付日期
油轮船队	17	371.3	4	100.24	
其中: VLCC	10	292.9	3	89.24	2010 年 2 艘, 2011 年 1 艘
Suezmax	1	14.6			
Aframax	6	63.8	1	11	2010 年交付
散货船队	15	88	6	108	
其中: Cape	1	18	6	108	2010 年 2 艘, 2011 年 4 艘
Panamax	2	15			
Handymax	12	55			
LNG	5	73.6 万立方	1	17.21 万立方	2012 年交付

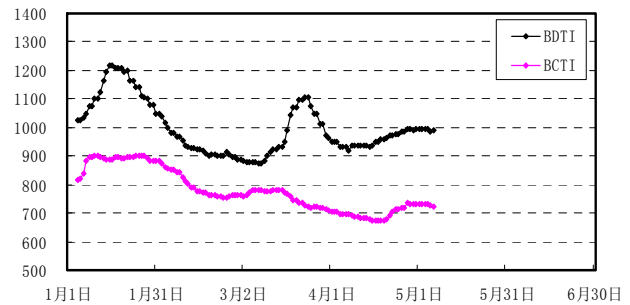
数据来源: 公司资料、上海证券研究所

图 1 BDTI 走势图



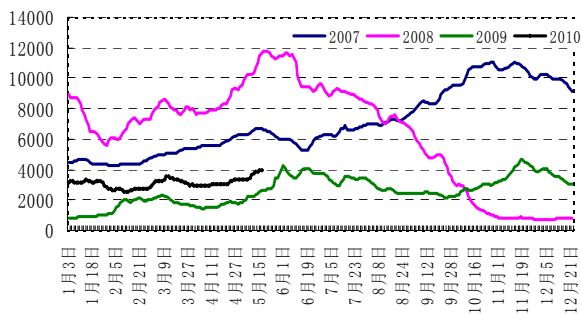
数据来源: 中国航贸网、上海证券研究所

图 2 2010 年 BDTI、BCTI 走势



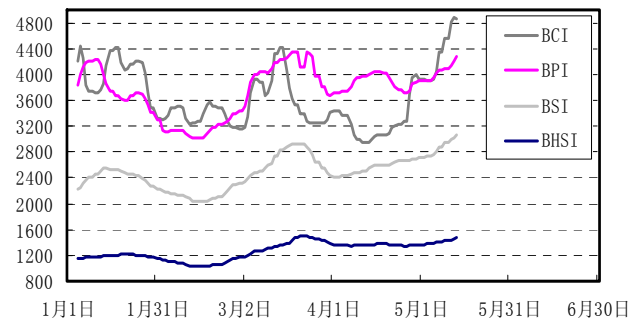
数据来源: 中国航贸网、上海证券研究所

图 3 BDI 指数走势



数据来源: 中国航贸网、上海证券研究所

图 4 2010 年 BCI、BPI、BSI、BHSI 走势



数据来源: 中国航贸网、上海证券研究所

### 全球经济复苏带来油运需求增长

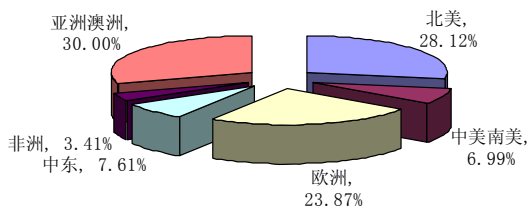
公司主营业务收入的 70% 以上来源于油轮运输, 全球石油需求量的变化对油轮运价影响较大。欧佩克最近调高了 2010 年全球原油需求,

预计全球日需求将上涨 95 万桶，比早前的预测高出了 5 万桶。国际能源机构(IEA)预计今年全球原油日均需求量为 8,640 万桶，较 2009 年的日均需求量增加了 160 万桶，增幅为 1.8%。但欧洲债务危机、美国经济数据不佳等影响世界经济恢复，能源需求增长有限。

公司承运的原油中 70% 以上为中东地区东向运输的原油，中国、日本、东南亚等地区进口原油需求的变化对公司主营业务收入产生较大影响。中国进口原油增长迅速，4 月份中国进口原油 2117 万吨，较上年同期增长 30.92%；2010 年前 4 个月中国原油进口量达到 7,785 万吨，较上年同期增长 36.41%。公司与中石化、中化集团等中国主要的原油进口商之间建立了战略合作关系，能够受益于中国进口能源运输业务的增长。

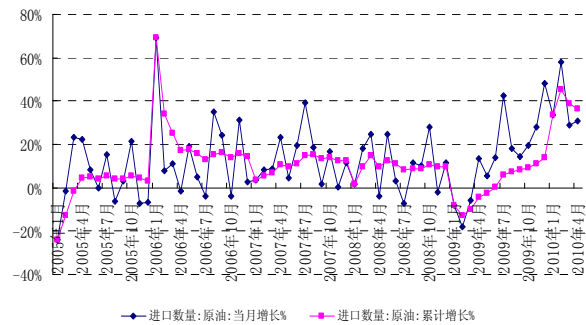
目前来看，油轮市场总体需求增长，运价大幅回升，市场表现好于上年，行业走出低谷。

图 5 全球原油消费比例



数据来源：中国航贸网、上海证券研究所

图 6 中国石油进口量增长



数据来源：中国航贸网、上海证券研究所

### 投资建议

我们预计公司 2010、2011 年营业收入分别增长 36.39%、14.98%，净利润分别增长 148.03%和 20.89%，每股收益分别为 0.25 元和 0.30 元；目前 2010、2011 年的动态市盈率分别为 18.11 倍和 14.98 倍，具有一定的估值优势。

目前来看，原油运输市场已逐步恢复，尤其在第二季度的淡季期间也维持了一季度的运价，公司以原油运输为主，能够较大程度地分享到原油运输市场的好转。考虑到行业低谷已经过去，运输需求与运价处于逐步恢复过程中，给予公司“跑赢大市”评级。

### 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010E	2011E
营业收入	1,864.21	2,542.56	2,920.60
年增长率 (%)	-41.94	36.39	14.87

归属于母公司的净利润	343.12	851.06	1,028.85
年增长率 (%)	-72.17	148.03	20.89
每股收益 (元)	0.10	0.25	0.30
PER (X)	44.93	18.11	14.98

按照最新股本计算

表 2 同类公司比较

证券代码	简称	股价	EPS08A	EPS09A	EPS10E	EPS11E	08PE	09PE	10PE	11PE	PB
601919.SH	中国远洋	10.16	1.06	-0.74	0.33	0.42	9.42	-13.50	29.93	23.71	2.36
600428.SH	中远航运	7.78	1.11	0.10	0.27	0.62	6.66	73.90	27.63	11.99	2.26
600026.SH	中海发展	9.53	1.59	0.31	0.62	0.75	5.81	29.44	14.83	12.22	1.44
600087.SH	长航油运	5.67	0.37	0.00	0.31	0.38	14.81	2107.69	17.80	14.41	1.99
<b>601872.SH</b>	<b>招商轮船</b>	<b>4.59</b>	<b>0.36</b>	<b>0.10</b>	<b>0.25</b>	<b>0.30</b>	<b>12.50</b>	<b>45.00</b>	<b>18.00</b>	<b>14.83</b>	<b>1.60</b>
	平均						9.84	448.51	21.64	15.43	1.93

数据来源: Wind 资讯、上海证券研究所

## 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	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20% 以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10% 以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	<b>Underperform</b>	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	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	<b>Cautious</b>	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。

## 免责声明

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声明具有修改权和最终解释权。