

中海发展(600026)

09COA 合同及 LNG 业务公告点评

孙利萍

010-59312823

sunliping@gtjas.com

本报告导读:

中海发展与中石油成立 LNG 运输业务预计 2-3 年不能带来利润; 09 年签订的煤炭运输 COA 合同运价与市场预期吻合。

事件:

- 公司公告: 截止到 3 月份, 公司已签订的 09 年沿海煤炭运输业务 COA 合同运量为 5865 万吨, 约占 08 年运量的 67.7%; 已经签订的平均运价较 08 年下降 39.2%;
- 公司与中石油公司合资成立公司进行 LNG 运输业务, 公司占 90% 股权, 共同运营 LNG 运输业务; 为避免同业竞争, 集团所属的中海 LNG 公司将注入到股份公司。

评级:

中性

上次评级: 中性

目标价格:

¥10.00

上次预测: ¥8.00

当前价格:

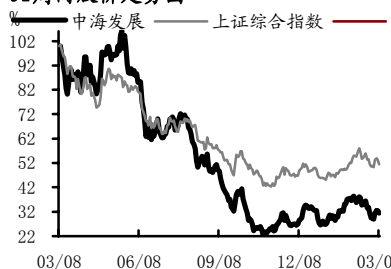
¥10.04

2009.03.11

交易数据

52 周内股价区间 (元)	6.51 ~ 34.99
总市值 (百万元)	34,182
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,405/3,405
流通 B 股/H 股	
流通股比例	100.0%
日均成交量 (百万股)	13.7
日均成交值 (百万元)	182.4

52 周内股价走势图



相关报告

中海发展: 09 年将面临运价下跌风险
(08.10.23)

评论:

- 与中石油成立合资公司运输 LNG 并且集团注入中海 LNG 公司, 从长期看增加公司新的利润增长点; 从业务进展开, 预期 2-3 年内不能为公司带来利润:

公司与中石油就 LNG 运输业务已经谈判多年, 随着中石油海外气源落实, 中海发展和中石油的 LNG 运输业务有了进展, 两家公司成立合资公司将运作未来的 LNG 运输业务。中海发展占有合资公司 90% 股权, 目前合资公司还没有就未来贸易量进行 LNG 船舶订单, 假设从现在开始进行 LNG 船舶制造, 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, 根据投资额多少给予固定回报, 这种固定回报业务最大优点在于稳定。目前国内运作 LNG 运输业务的为招商轮船和大连远洋合资公司, 其谈判的回报率为 12% 的内部收益率。我们预计中海发展公司的 LNG 运输业务的回报率将比较类似。

中国海运集团所属的液化天然气投资公司 (简称 LNG 公司) 一直参与进口液化天然气运输事项前期谈判及筹备工作, 主要从事液化天然气项目的投资、管理及相关项目的咨询服务。为遵守 2001 年中海集团向中海发展公司作出的不竞争承诺, 中国海运集团拟于合适时机将中海 LNG 公司转让给中海发展公司。目前中海 LNG 公司尚未正式开展海运业务, 公司没有利润, 注入股份公司不能带来直接收益。

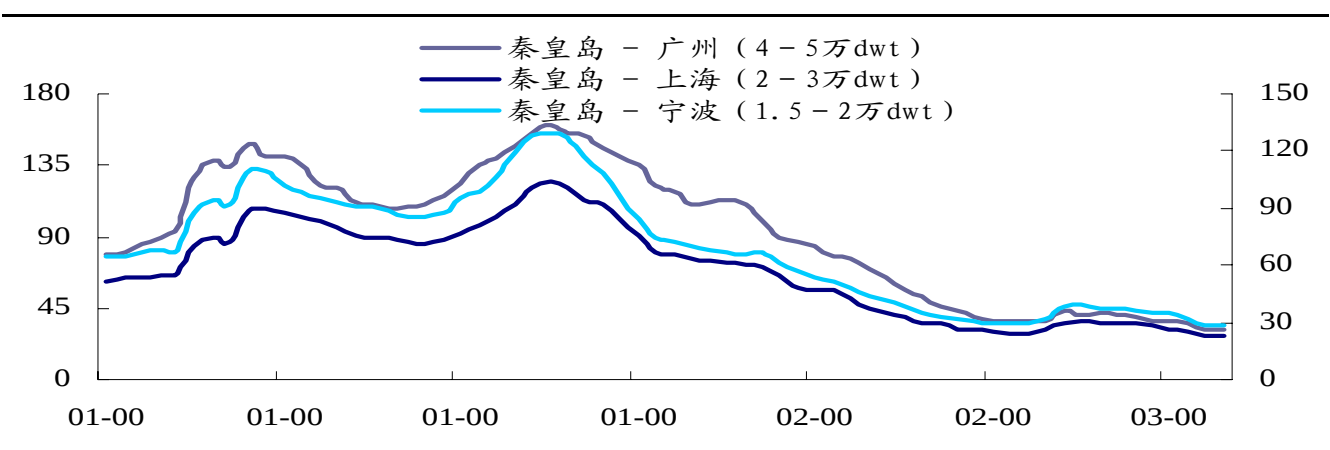
- 09 年 COA 合同运价同比下降 39.2%, 谈判价格高出市场价格, 与市场预期基本吻合: 公司公告截止到 3 月 10 日, 已签订的 09 年 COA 合同运量为 08 年的 67.7%, 这侧面反映出 09 年谈判的艰难; 平均运价同比下降 39.2%, 08 年秦皇岛运往华东地区基准价格为 65 元, 运往华南地区基准价格为 90 元, 预计 09 年运往华东地区和华南地区运价水平分别在 45 元和 52 元左右, 华东地区价格低与 07 年差不多, 华南地区价格将低于 2006-2007 年水平, 但是比目前的市场价格仍然高出很多。(目前市场价格为运往华南地区为 32 元, 运往华东地区为 28 元)

图表 1: 公司沿海煤炭业务 06-09 年合同运价

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
电煤合同基准价格	下降 3.35%	提高 14%	提高 40%	下降 39.2%
秦皇岛-上海	40 元左右	45 元	65-68 元左右	45 左右
秦皇岛-广州	58 元	60-65	90	52 左右

数据来源: 国泰君安销售交易总部

图表 2: 沿海煤炭运输价格



数据来源: 中华航运网, 国泰君安销售交易总部

- **业绩预测及评级:** 我们假设 09 年油轮运价同比下降 30%, 沿海煤炭运价下跌 40%, 燃油价格按照 50 美元均价进行计算, 所得税率为 25%; 2010 年油轮运价同比上涨 10%, 沿海煤炭运价持平, 燃油价格上涨 10%, 则 2009-2010 年每股收益分别为 0.72 元和 0.82 元。公司目前 09-10 年动态市盈率分别为 14 倍和 12 倍, 09-10 年市净率分别为 1.6 倍和 1.5 倍。从行业景气度看, 09-10 年散货运输市场可能将在低迷状态徘徊; 远洋油轮运输市场 09 年下半年可能面临运价下跌风险; 从历史估值上看, 目前的市净率水平并不是非常具有吸引力, 如果和国际估值比较, 则高过国际航运公司估值水平。维持公司“中性”评级。

图表 3: VLCC 船中东-日本航线收益水平

船型	航线	Average earnings \$ per day					周环比
		2007	2008	2009	09.2.20	09.3.06	
280,000t	Gulf - Europe	44,805	73,294	45,054	45,743	38,000	-17%
280,000t	Gulf - US Gulf *	43,986	71,127	43,441	44,277	36,479	-18%
265,000t	Gulf - Japan *	63,691	103,836	53,990	49,197	42,536	-14%
265,000t	Gulf - S.Korea *	61,778	100,728	53,662	48,347	41,535	-14%
270,000t	Gulf - Sing	64,827	106,336	57,277	52,718	46,132	-12%
280,000t	Gulf - Red Sea	70,143	116,071	71,904	62,834	56,107	-11%
260,000t	WAF - East *	50,286	82,020	53,586	42,451	50,112	18%
260,000t	WAF - US Gulf *	55,155	99,242	64,952	52,760	44,909	-15%
280,000t	Med - UKC	70,271	126,256	85,226	69,384	80,667	16%
260,000t	WAF - WC India^	53,103	86,152	53,680	41,157	46,348	13%
VLCC Ave.		54,979	91,390	53,926	47,407	43,114	-9%
Earnings *							

数据来源: CLARKSONS, 国泰君安证券研究所

图表 4: 国际航运股估值

油轮	股价	ROE	PB	PE			EPS		
				2007	2008	2009	2007	2008	2009
Frontline Ltd.	16.66				9.64	8.48		1.73	1.97
Teekay Corporation	11.84	6.95	0.31	3.59	3.08	6.65	2.47	3.84	1.78
Overseas Shipholding Group Inc.	21.02	17.94	0.34	1.39	6.50	5.21	10.71	3.24	4.03
Euronav NV	8.93	10.07	0.53	1.42	6.30	5.77	7.97	1.80	1.96
MISC	8.30	13.10	1.56	15.46	16.77	16.05	0.65	0.50	0.52
General Maritime	6.86	8.71	0.62	5.99	5.31	6.33	0.76	1.29	1.08
Tsakos Energy Navigation Ltd.	12.78	22.76	0.51	3.00	2.83	6.35	4.81	4.51	2.01
平均			0.64	5.14	7.20	7.83			
集装箱									
马士基	24000.00	11.79	0.66	5.86	11.44	6.88	4122.00	2098.71	3488.08
韩进	15900.00	10.95	0.36	3.68			4317.00	-485.58	-1660.58
长荣	12.90	16.35	0.56	3.65	36.13		3.53	0.36	-0.28
阳明	9.06	12.91	0.46	3.83	16.38		2.36	0.55	-0.68
中国远洋	4.46	47.91	0.69	1.22	2.07	6.83	2.18	1.90	0.58
平均			0.55	3.65	16.50	6.85			
干散货									
Diana Shipping Inc.	11.86	28.15	1.14	4.01	7.35	7.99	2.97	1.61	1.48
Eagle Bulk Shipping Inc.	4.54	12.50	0.45	3.15	4.13	10.61	1.32	1.10	0.43
DryShips Inc.	3.67	64.35	0.07	0.23	0.33	1.58	13.29	11.11	2.32
平均			0.55	2.46	3.94	6.73			
综合									
日本邮船	376.00	17.62695	0.66	3.07	5.03	7.90	92.93	59.30	44.70
商船三井	463.00	30.87434	0.74	2.43	3.91	6.61	159.14	107.80	49.70
川崎汽船	289.00	23.70933	0.47	2.04	4.68	8.15	131.36	47.00	23.50
平均			0.62	2.51	4.54	7.55			

数据来源: BLOOMBERG, 国泰君安销售交易总部

- **预期未来 6 个月影响股价的因素:** 我们认为短期对公司股价有正面影响的因素包括 08 年所得税率如果按照过渡期所得税率计算、全球油价下跌以及 BDI 上涨; 短期对公司股价有负面影响的因素包括油价上涨、BDI 下跌、油轮运价下跌等因素。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com