

2009 年沿海散货 COA 合同基本确定

报告关键点：

- 2009年度沿海散货COA合同平均运价较2008年度同比下调约39.2%。
- 与中石油合作组建合资公司经营LNG船舶运输业务。

报告摘要：

- 事件：中海发展公告，截至2009年3月10日已签订的2009年度沿海散货COA合同运量总计5865万吨，约占公司2008年度沿海散货运输总量的67.7%，已签订的2009年度沿海散货COA合同平均运价较2008年度同比下调约39.2%。同时公司宣布与中国石油国际事业有限公司共同出资组建合资公司经营LNG船舶运输业务，中国海运已于近期决定拟于合适时机将中海LNG公司转让给本公司。
- COA合同平均运价远高于市场运价。截至2009年3月4日，华东航线煤炭市场运价为27元/吨、华南航线煤炭市场运价为32元/吨，均创下了5年来的新低。预计2009年公司华东航线煤炭运价为45元/吨左右，华南航线煤炭运价为55元/吨左右，分别高于市场价格66.7%和71.9%。
- COA合同价格远高于市场运价是“双刃剑”。一方面，合同价格保证了公司沿海煤炭运输业务收益的稳定性；另一方面，国内沿海煤炭运输需求萎靡，自2008年11月以来，港口内贸煤炭发运量连续4个月负增长，在市场运价低迷、运力供过于求的状况下，货主更倾向于不执行COA合同，直接从市场上租赁船舶，预计公司2009年沿海煤炭运量负增长。
- 与中石油合作组建合资公司经营LNG船舶运输业务意味着公司向新的能源运输业务领域迈出了坚实的一步。随着中石油海外气源的落实，中石油和中海集团一直商谈的LNG项目终于取得实质性进展。LNG在中国是新兴的能源应用领域，发展前景广阔，全国已经投入使用、在建、拟建的LNG项目有20多个。LNG将成为继原油、铁矿石运输业务后公司又一新的业务增长点。由于LNG船舶造价昂贵，在LNG气源没有确定之前，一般不轻易打造LNG船。因此，公司目前还没有拥有LNG或者LNG订单，预计LNG业务为公司贡献利润也要在2年之后。
- 我们坚定看好公司作为能源运输巨头的长期战略价格，预计公司2008、2009、2010年EPS分别为1.65元、0.75元和0.85元，我们给予公司“增持-B”评级，按照2009年16倍PE，目标价为12元。

评级：

增持-B

上次评级：增持-A

目标价格：

12.00 元

期限：6 个月

现价：10.04元

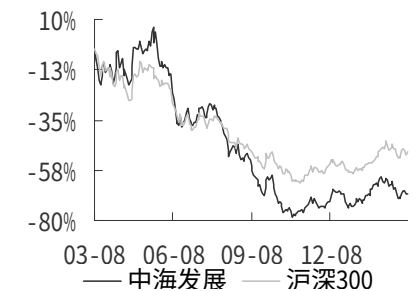
报告日期：

2009-03-11

市场数据

总市值(百万元)	34,181.70
流通市值(百万元)	21,169.86
总股本(百万股)	3,404.55
流通股本(百万股)	2,108.55
12 个月最高/最低	6.51/34.99 元
十大流通股东(%)	41.23%
股东户数	82,201

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(10.46)	(13.06)	(18.26)
绝对收益	(14.34)	(3.56)	(67.81)

研究员

储海

行业分析师

021-68766035

chuhai@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	9,441.3	12,687.0	17,894.5	10,085.2	12,967.8
Growth(%)	8.5%	34.4%	41.0%	-43.6%	28.6%
净利润	2,771.3	4,596.1	5,561.5	2,520.1	2,855.1
Growth(%)	2.1%	65.8%	21.0%	-54.7%	13.3%
毛利率(%)	37.0%	42.2%	43.3%	39.3%	35.2%
净利润率(%)	29.4%	36.2%	31.1%	25.0%	22.0%
每股收益(元)	0.81	1.35	1.65	0.75	0.85
每股净资产(元)	3.69	4.75	6.27	6.96	7.68
市盈率	13.8	8.3	6.8	15.0	13.2
市净率	3.1	2.4	1.8	1.6	1.5
净资产收益率(%)	22.1%	28.4%	27.7%	11.4%	11.7%
ROIC(%)	26.0%	31.8%	29.0%	10.7%	11.2%
EV/EBITDA	9.6	6.9	5.1	9.0	7.7
股息收益率	2.6%	0.0%	2.9%	1.3%	1.5%

前期研究成果

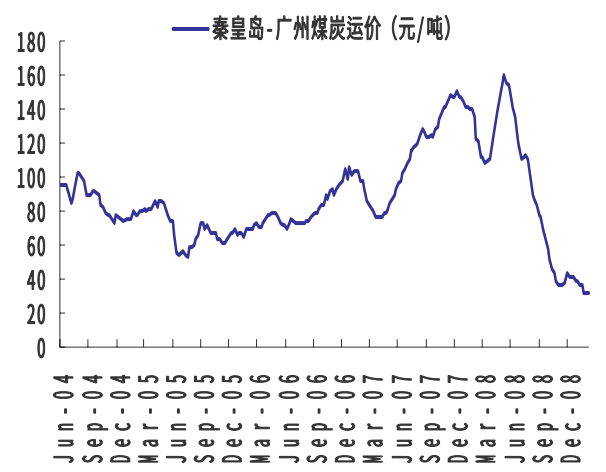
中海发展：油运散运业务并进

2008-03-27

运力扩充、运价上涨推动业绩增长

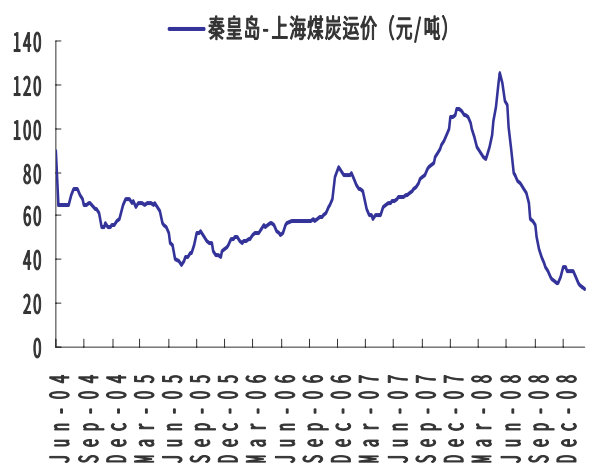
2007-08-15

图 1 秦皇岛至广州煤炭运价



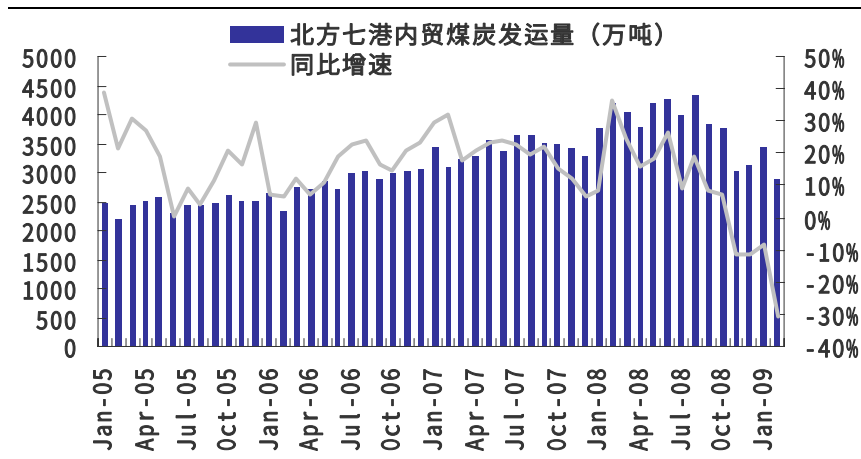
数据来源：安信证券研究中心

图 2 秦皇岛至上海运价



数据来源：安信证券研究中心

图 3 北方七港内贸煤炭发运量



数据来源：安信证券研究中心

图 4 中国 LNG 项目分布图



数据来源：安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-2-2**

利润表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	9,441.3	12,687.0	17,894.5	10,085.2	12,967.8	成长性					
减: 营业成本	5,946.1	7,339.3	10,146.9	6,125.7	8,396.8	营业收入增长率	8.5%	34.4%	41.0%	-43.6%	28.6%
营业税费	178.0	247.4	357.9	201.7	259.4	营业利润增长率	2.1%	58.4%	48.1%	-53.9%	14.3%
销售费用	32.9	36.7	51.8	29.2	37.6	净利润增长率	2.1%	65.8%	21.0%	-54.7%	13.3%
管理费用	183.7	165.2	233.0	151.3	194.5	EBITDA 增长率	2.6%	47.5%	41.8%	-43.0%	18.8%
财务费用	135.7	194.9	289.4	375.4	405.0	EBIT 增长率	3.9%	57.8%	48.1%	-50.7%	13.7%
资产减值损失	-9.4	9.3	9.1	-3.7	1.6	NOPLAT 增长率	2.5%	64.6%	26.7%	-51.7%	12.8%
加: 公允价值变动收益	84.8	98.4	-	-	-	投资资本增长率	34.9%	38.9%	31.0%	7.7%	10.2%
投资和汇兑收益	68.2	160.0	526.0	175.3	192.9	净资产增长率	16.9%	28.8%	30.8%	10.0%	10.5%
营业利润	3,127.3	4,952.6	7,332.4	3,380.9	3,865.9	利润率					
加: 营业外净收支	178.3	425.1	473.3	156.1	141.3	毛利率	37.0%	42.2%	43.3%	39.3%	35.2%
利润总额	3,305.6	5,377.7	7,805.6	3,537.0	4,007.1	营业利润率	33.1%	39.0%	41.0%	33.5%	29.8%
减: 所得税	531.3	781.7	1,951.4	884.2	1,001.8	净利率	29.4%	36.2%	31.1%	25.0%	22.0%
净利润	2,771.3	4,596.1	5,854.2	2,652.8	3,005.3	EBITDA/营业收入	44.1%	48.3%	48.6%	49.2%	45.5%
资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	EBIT/营业收入	34.6%	40.6%	42.6%	37.2%	32.9%
货币资金	475.3	1,079.8	2,789.5	2,214.9	2,511.5	运营效率					
交易性金融资产	159.0	257.4	77.2	77.2	77.2	固定资产周转天数	418	364	317	667	593
应收帐款	675.9	638.1	883.4	497.8	640.1	流动营业资本周转天数	9	10	25	68	44
应收票据	21.4	1.5	24.5	13.8	17.8	流动资产周转天数	79	67	69	139	102
预付帐款	787.6	157.7	259.1	320.4	404.4	应收帐款周转天数	12	14	13	21	13
存货	192.6	285.6	394.9	238.4	326.8	存货周转天数	9	7	7	11	8
其他流动资产	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	576	575	535	1,091	922
可供出售金融资产	1.6	17.6	-	-	-	投资资本周转天数	500	511	486	1,016	862
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	896.2	1,167.3	1,693.3	1,868.6	2,061.5	ROE	22.1%	28.4%	27.7%	11.4%	11.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	16.4%	19.5%	19.8%	8.4%	8.6%
固定资产	11,397.2	14,225.7	17,242.3	20,135.9	22,610.4	ROIC	26.0%	31.8%	29.0%	10.7%	11.2%
在建工程	2,286.9	5,744.4	6,146.6	6,148.0	6,148.8	费用率					
无形资产	6.1	5.1	4.8	4.6	4.4	销售费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
其他非流动资产	50.7	26.9	55.6	56.0	56.2	管理费用率	1.9%	1.3%	1.3%	1.5%	1.5%
资产总额	16,950.5	23,607.1	29,571.1	31,575.6	34,858.9	财务费用率	1.4%	1.5%	1.6%	3.7%	3.1%
短期债务	500.0	511.3	2,468.8	1,467.8	466.8	三费/营业收入	3.7%	3.1%	3.2%	5.5%	4.9%
应付帐款	738.2	644.5	695.0	419.6	575.1	偿债能力					
应付票据	-	-	27.8	16.8	23.0	资产负债率	25.9%	31.5%	28.5%	26.3%	26.3%
其他流动负债	345.3	341.9	513.1	560.4	621.1	负债权益比	35.0%	46.0%	39.8%	35.7%	35.6%
长期借款	1,705.8	3,554.8	4,754.8	5,954.8	7,554.8	流动比率	0.90	1.41	1.25	1.45	2.58
其他非流动负债	124.5	2,170.5	106.1	28.0	56.8	速动比率	0.83	1.25	1.13	1.35	2.37
负债总额	4,394.9	7,437.6	8,416.8	8,302.6	9,151.5	利息保障倍数	24.05	26.41	26.33	10.01	10.55
少数股东权益	-	98.0	390.7	523.3	673.6	分红指标					
股本	3,326.0	3,326.0	3,376.2	3,346.2	3,346.2	DPS(元)	0.29	-	0.33	0.15	0.17
留存收益	9,244.6	12,955.8	17,387.4	19,403.5	21,687.5	分红比率	36.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	12,555.6	16,169.5	21,154.3	23,273.0	25,707.4	股息收益率	2.6%	0.0%	2.9%	1.3%	1.5%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	业绩和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	2,774.3	4,596.1	5,854.2	2,652.8	3,005.3	EPS(元)	0.81	1.35	1.65	0.75	0.85
加: 折旧和摊销	897.2	996.5	1,076.8	1,205.8	1,625.7	BVPS(元)	3.69	4.75	6.27	6.96	7.68
资产减值准备	-9.4	9.3	9.1	-3.7	1.6	PE(X)	13.8	8.3	6.8	15.0	13.2
公允价值变动损失	-84.8	-98.4	-	-	-	PB(X)	3.1	2.4	1.8	1.6	1.5
财务费用	155.3	135.7	194.9	289.4	375.4	P/FCF	87.0	22.6	125.8	62.0	87.8
投资收益	-68.2	-160.0	-526.0	-175.3	-192.9	P/S	4.1	3.0	2.1	3.7	2.9
少数股东损益	3.0	-	292.7	132.6	150.3	EV/EBITDA	9.6	6.9	5.1	9.0	7.7
营运资金的变动	-367.9	492.6	-457.2	182.0	-70.1	CAGR(%)	-1.5%	-13.2%	-20.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	3,171.2	5,602.1	6,246.3	4,237.0	4,774.7	PEG	-9.3	-0.6	-0.3	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-4,206.7	-6,967.2	-4,303.3	-4,000.1	-4,000.1	ROIC/WACC	2.9	3.5	3.2	1.2	1.2
融资活动产生现金流量	431.5	1,999.4	-143.6	-710.4	-377.0	REP	0.9	0.6	0.5	1.3	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

储海，港口水运行业分析师，毕业于上海海事大学，经济学硕士，曾就职于上海航运交易所、国金证券研究所，2008 年 4 月加盟安信证券研究所。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

张勤

021-68763879

李国瑞

021-68763872

马正南

010-66581668

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034