

中海发展（600026）年报点评

估值优势不明显，业绩波动性增加，下调评级至“增持”

中信证券研究部 交运组

纪云涛

电话：021-68762297

邮件：jyt@citics.com

马晓立

电话：021-68762668

邮件：maxl@citics.com

联系人：张宏波

电话：010-84588387

邮件：zhb@citics.com

事项：

公司今日公布年报称，2008 年公司实现主营业务收入和主业成本分别为 175.46 和 111.11 亿元，分别同比增长 38.4%和 51.6%；实现归属于母公司的净利润 53.73 亿元，同比上升 16.9%，折合 EPS1.59 元。

评论：

❖ 业绩基本符合预期

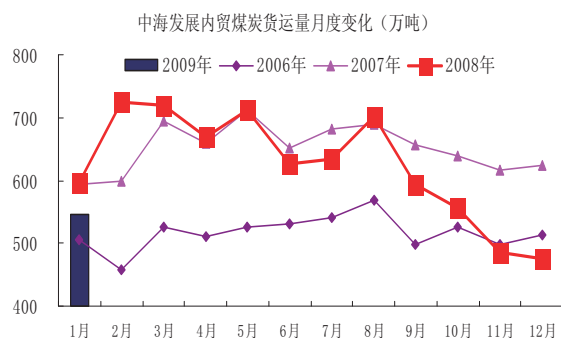
我们在上月发布的 3 月航运月报中，预计公司 08 年 EPS 为 1.67 元。公司年报公告 08 年业绩为 1.59 元左右，比我们的预测值略低 5%，基本符合预期。我们判断实际业绩较我们预期略低，主要是 08 年 4 季度内贸煤炭量价齐跌和外贸油运运费下滑的幅度高于预期所致。

表 1：公司最近 7 个季度的简要经营数据

	2007.1q	2007.2q	2007.3q	2007.4q	2008.1q	2008.2q	2008.3q	2008.4q
营业收入	273761	307509	307184	380243	449702	481728	500510	324263
营业成本	144598	175984	168535	244811	241462	297678	302770	269569
管理费用	5034	3905	4405	3173	5744	4830	5730	9384
财务费用	7729	6137	6633	(1009)	4742	2515	(410)	(614)
投资收益	2235	7860	3387	2517	16376	13962	14171	10276
营业利润	115133	125331	129050	125743	194257	177897	193489	36616
营业外收支净额	5336	14207	10719	12252	17765	17686	3984	1585
利润总额	120468	139537	139769	137996	212021	195582	197473	38191
净利润	104890	117789	120383	116542	167989	150500	154141	64672
摊薄 EPS	0.31	0.35	0.35	0.34	0.49	0.44	0.45	0.19
毛利率	47.18%	42.77%	45.14%	35.62%	46.31%	38.21%	39.51%	16.87%
销售净利润率	38.31%	38.30%	39.19%	30.65%	37.36%	31.24%	30.80%	19.94%
实际所得税率	12.93%	15.59%	13.87%	15.55%	20.77%	23.05%	21.94%	-69.34%

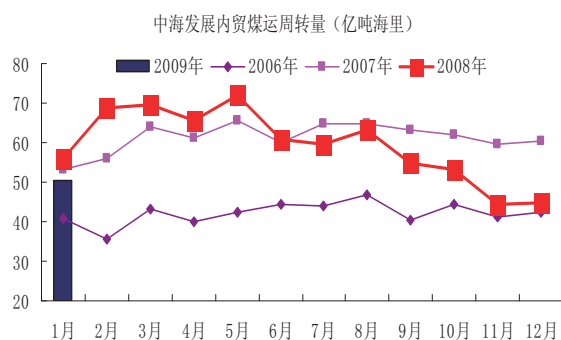
资料来源：公司数据，中信证券研究部

图 1：公司内贸煤炭货运量月度变化



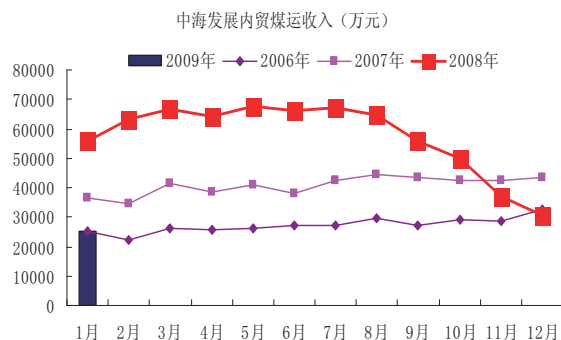
资料来源：公司数据，中信证券研究部

图 3：公司内贸煤炭周转量月度变化



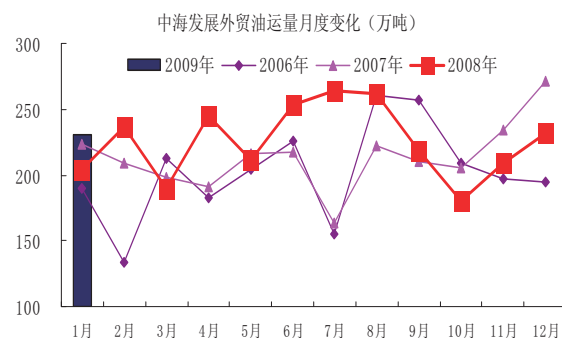
资料来源：公司数据，中信证券研究部

图 5：公司内贸煤炭货运收入月度变化



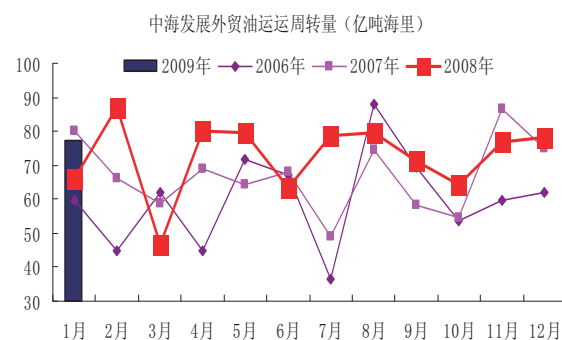
资料来源：公司数据，中信证券研究部

图 2：公司外贸油运货运量月度变化



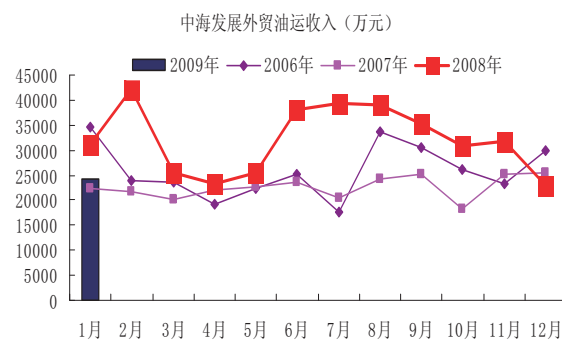
资料来源：公司数据，中信证券研究部

图 4：公司外贸油运周转量月度变化



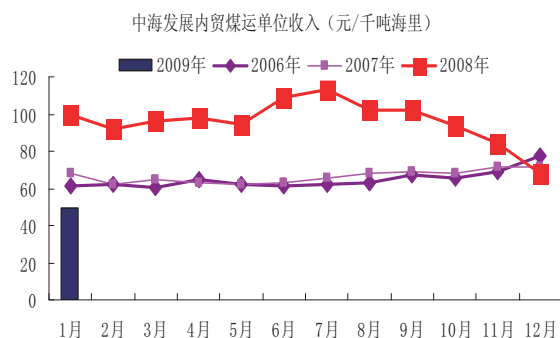
资料来源：公司数据，中信证券研究部

图 6：公司外贸油运收入月度变化



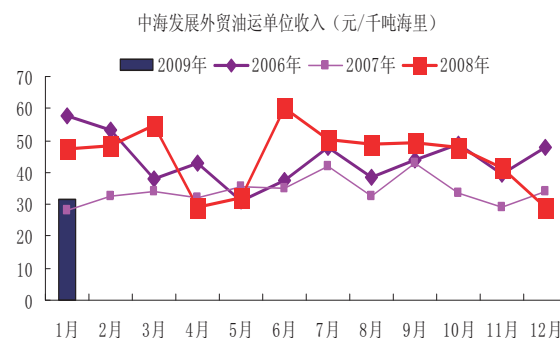
资料来源：公司数据，中信证券研究部

图 7：公司内贸煤炭单位收入变化



资料来源：公司数据，中信证券研究部

图 8：公司外贸油运单位收入月度变化



资料来源：公司数据，中信证券研究部

❖ 我们测算公司 09 年内贸煤炭单位收入为 56.22 元/吨千海里，同比下降 42%

2008 年，公司华东线和华南线内贸煤炭 COA 运价分别为 69 和 93 元/吨，燃油附加费计算标准为：以原油价格 60 美元/桶为基准，每上升 6 美元/桶，华东线和华南线基准运价分别增加 1.1 和 1.6 元/吨。2009 年，公司已签订的 COA 运量为去年的 2/3，运价平均下降 39.2%，燃油附加费改变为：以原油价格 42 美元/桶为基准，每上升 6 美元/桶，华东线和华南线基准运价分别增加 1.1 和 1.6 元/吨。

考虑到目前沿海市场电煤运价较公司 09 年 COA 运价低 40% 以上，预计剩余未签订量的 COA 价格比照已签订价格的难度不小，我们保守估计剩余未签订量的 COA 价格较已签订价格下跌 10%。燃油附加费方面，我们预计 09 年油价为 60 美元/桶，相应燃油附加费上升三档。综合测算后，我们预计公司 09 年内贸煤炭单位收入为 56.22 元/吨千海里，同比下降 42%。

表 2：公司内贸煤运单位运价测算

	2008		2009 (COA 部分)		2009 (未签 COA 部分)	
	华东线	华南线	华东线	华南线	华东线	华南线
基准运价 (元/吨)	69	93	41.95	56.54	37.76	50.89
燃油附加费	4.4	6.4	3.30	4.80	0.00	0.00
加燃油附加费后的基准运价 (元/吨)	73	99	45.25	61.34	37.76	50.89
单位运价 (吨/千海里)	114	70	70.49	43.11	58.81	35.76
综合单位运价	96.54		59.54		49.59	
最终单位运价	96.54		56.22			
煤运量占比	60%	40%	60%	40%	60%	40%

资料来源：公司数据，中信证券研究部

❖ 公司 09 年业绩最大变数为外贸油轮业务，长期看公司业绩波动性将上升

由于内贸煤炭收入基本确定，内贸油运业务运价相当稳定，而外贸煤炭收入和杂货收入占比较小，公司 09 年业绩的最大变数来源于外贸油轮业务。根据公司船舶投放计划，2009 年将有 5 艘 VLCC 和 3 艘 MR 共计 164 万载重吨运力交付，全年运力加权增长近 26%，新增运力主要投放于原油进口。未来 2 年，公司外贸油运业务占比将显著上升。

表 3：公司分货种收入比重

万元	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
煤炭收入	177334	270626	351296	540631	708299	391684	378910
占比	28.29%	32.54%	35.95%	43.67%	45.21%	33.92%	25.87%
油运收入	374440	468194	536900	480773	607772	619645	935654
占比	59.72%	56.30%	54.94%	38.84%	38.79%	53.67%	63.88%
内贸油运占比	32.20%	26.06%	23.19%	16.73%	12.71%	24.10%	27.07%
外贸油运占比	27.52%	30.24%	31.75%	22.11%	21.93%	29.11%	35.96%
杂货收入	75176	92742	89025	216454	250697	143307	150196
占比	11.99%	11.15%	9.11%	17.49%	16.00%	12.41%	10.25%

资料来源：公司数据，中信证券研究部

我们假设公司 09/10 年外贸油运业务单位运价分别增长-30%和 10%，若实际运费水平高于或低于我们预期，公司业绩将明显波动。

表 4：公司 EPS 对外贸油运业务运价波动的敏感性

运费波动	09E	10E
-30%	0.44	0.21
-15%	0.54	0.48
0	0.65	0.79
15%	0.76	1.16
30%	0.87	1.58

资料来源：中信证券研究部

❖ 我们下调公司评级至“增持”

根据公司的年报情况，结合 09 年市场趋势判断，我们下调公司 09/10 年的盈利预测值（08/09/10 年 EPS1.58/0.65/0.79，PE6.7/16/13）。公司股价自我们 08 年 11 月推荐以来上涨已近 50%，考虑到 09 年估值相对优势已不明显，且公司长期业绩波动性增加，我们下调公司评级至增持。

目前国外航运股 09 年 PB 仅为 0.4-0.8 倍，PE 因为亏损预期已经失真。国内航运股都是大型国有企业，至少没有破产风险，所以估值应比国外高。我们给予航运板块的平均估值水平上限，基本参照中标 300 的 PE 和 PB（按 09 年），09 年给予 15 倍 PE 和 1.5 倍 PB。中海发展相比一般航运公司抗周期性略强，可以给予 10%的溢价，对应 16-17 倍 PE 和 1.6-1.7 倍 PB，股价上限为 10.5-11 元左右。

表 5：公司分货种收入、周转量和单位运价表

	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入	648695.55	870044.82	977220.90	1237858.00	1754469.01	1164635.28	1484503.77
运输收入	626950.10	831561.90	977220.90	1237858.00	1754469.01	1164635.28	1484503.77
总周转量（亿吨海里）	1,159.40	1,536.80	1775.90	2163.70	2309.50	2532.47	3193.79
增长率		32.55%	15.56%	21.84%	6.74%	9.65%	26.11%
费率（元/千吨海里）	54.08	54.11	55.03	57.21	75.97	45.99	46.48
增长率		0.06%	1.69%	3.97%	32.79%	-39.46%	1.07%
内贸煤运	163843.60	253,602.60	323456.00	488607.10	690000.51	384657.13	371371.98
周转量（亿吨海里）	377.60	443.10	505.40	735.60	712.70	684.19	733.96
增长率		17.35%	14.06%	45.55%	-3.11%	-4.00%	7.27%
费率（元/千吨海里）	43.39	57.23	64.00	66.42	96.82	56.22	50.60
增长率		31.90%	11.82%	3.79%	45.76%	-41.93%	-10.00%
油运	201889.60	216698.10	226600.00	207115.20	223003.00	280664.09	401816.80
周转量（亿吨海里）	173.30	195.50	195.30	164.80	184.30	231.95	332.08
增长率		12.81%	-0.10%	-15.62%	11.83%	25.86%	43.17%
费率（元/千吨海里）	116.50	110.84	116.03	125.68	121.00	121.00	121.00
增长率		-4.85%	4.68%	8.32%	-3.72%	0.00%	0.00%

	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
杂运	20462.00	22364.70	30400.00	51985.80	59097.35	32945.22	31807.37
周转量（亿吨海里）	29.90	33.10	40.00	79.90	76.70	73.63	78.99
增长率		10.70%	20.85%	99.75%	-4.01%	-4.00%	7.27%
费率（元/千吨海里）	68.43	67.57	76.00	65.06	77.05	44.74	40.27
增长率		-1.27%	12.48%	-14.39%	18.42%	-41.93%	-10.00%
内贸合计	386195.20	492665.40	580456.00	747708.10	972100.86	698266.43	804996.14
周转量（亿吨海里）	580.80	671.70	740.70	980.30	973.70	989.78	1145.03
增长率		15.65%	10.27%	32.35%	-0.67%	1.65%	15.69%
费率（元/千吨海里）	66.49	73.35	78.37	76.27	99.84	70.55	70.30
增长率		10.31%	6.84%	-2.67%	30.89%	-29.34%	-0.35%
外贸煤运	13490.70	17023.30	27840.40	52024.30	18298.68	7026.69	7537.79
周转量（亿吨海里）	54.70	66.70	85.40	77.00	37.20	35.71	38.31
增长率		21.94%	28.04%	-9.84%	-51.69%	-4.00%	7.27%
费率（元/千吨海里）	24.66	25.52	32.60	67.56	49.19	19.68	19.68
增长率		3.48%	27.73%	107.25%	-27.19%	-60.00%	0.00%
油运	172549.90	251495.70	310300.00	273657.60	384769.47	338980.55	533837.05
周转量（亿吨海里）	356.70	604.70	719.90	807.30	871.90	1097.34	1571.03
增长率		69.53%	19.05%	12.14%	8.00%	25.86%	43.17%
费率（元/千吨海里）	48.37	41.59	43.10	33.90	44.13	30.89	33.98
增长率		-14.02%	3.64%	-21.36%	30.19%	-30.00%	10.00%
杂运	54714.20	70377.50	58624.50	164468.00	191600.00	110361.60	118388.86
周转量（亿吨海里）	167.10	193.70	229.90	299.10	426.70	409.63	439.43
增长率		15.92%	18.69%	30.10%	42.66%	-4.00%	7.27%
费率（元/千吨海里）	32.74	36.33	25.50	54.99	44.90	26.94	26.94
增长率		10.96%	-29.82%	115.64%	-18.34%	-40.00%	0.00%
外贸合计	240754.90	338896.50	396764.90	490149.90	594668.15	456368.85	659763.69
周转量（亿吨海里）	578.60	865.10	1035.20	1183.40	1335.80	1542.69	2048.77
增长率		49.52%	19.66%	14.32%	12.88%	15.49%	32.80%
费率（元/千吨海里）	41.61	39.17	38.33	41.42	44.52	29.58	32.20
增长率		-5.85%	-2.16%	8.07%	7.48%	-33.55%	8.86%
租船收入					187700.00	10000.00	

资料来源：公司数据，中信证券研究部

表 6：航运业重点公司估值表

简 称	股价	EPS			PE			PB	评级	变动
		08E	09E	10E	08E	09E	10E			
长航油运	5.55	0.37	0.38	0.50	14.9	14.5	11.2	1.78	买入	维持
中海发展	10.5	1.58	0.65	0.79	6.6	16.1	13.2	1.58	增持	调低
中远航运	8.6	1.10	0.55	0.65	7.8	15.6	13.2	2.25	增持	维持
中国远洋	10.75	1.12	-0.20	0.16	9.6	-52.5	68.7	2.11	持有	维持
招商轮船	4.94	0.41	0.24	0.41	12.0	20.6	12.1	1.61	持有	维持
中海集运	3.36	0.01	-0.12	0.06	-	-	58.8	1.25	持有	维持
长航凤凰	4.85	0.33	0.18	0.25	14.7	26.9	19.4	1.92	持有	维持

资料来源：公司数据，中信证券研究部

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司（合称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请。中信证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不能担保其准确性或完整性，而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖，同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户，应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

评级说明

1. 投资建议的比较标准		评级	说明
		买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准， 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数） 的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为 基准；	股票投资评级	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
		持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
		卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
		中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海市浦东南路 528 号上海 证券大厦北塔 21 楼(200120)	深圳市深南大道 7088 号招 商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中 信大厦 26 楼
电话:	(010)84588720	(021)68818898	(0755)83196279	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021)68818890	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			