

中性 调低

中海海盛（600896）

2009 年 3 月 31 日

大起大落的 08 年

交通运输行业核心分析师：钮宇鸣

ymniu@htsec.com

021-23219420

交通运输行业助理分析师：钱列飞

qianlf@htsec.com

021-23219104

2008 年业绩低于预期。公司全年实现营业收入 11.72 亿元，同比减少 22.18%；归属于上市公司股东的净利润 1.36 亿元，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润 2.54 亿元，同比分别减少 48.55%和增加 15.65%；全面摊薄净资产收益率为 9.44%，较去年同期减少 9.84 个百分点；公司全年实现基本每股收益 0.23 元，较去年同期减少 61.02%，业绩低于我们此前预期。

业绩低于预期的主要原因：

（1）4 季度散货运输量、价大幅下降，拖累全年业绩。2008 年前 3 个季度散货运输价格和油价同比大幅上升的影响，公司全年营业收入比去年同期增长 22.18%，营业成本比去年同期增长 27.22%。但随着金融危机在第 4 季度对实体经济不利影响的集中体现，散货运输需求大幅下滑，运价大幅下降，公司第四季度主营业务利润也大幅下降，四季度每股亏损 0.25 元。

图 1 2008 年以来国内沿海干散货运价指数



资料来源：中华航运网，海通证券研究所

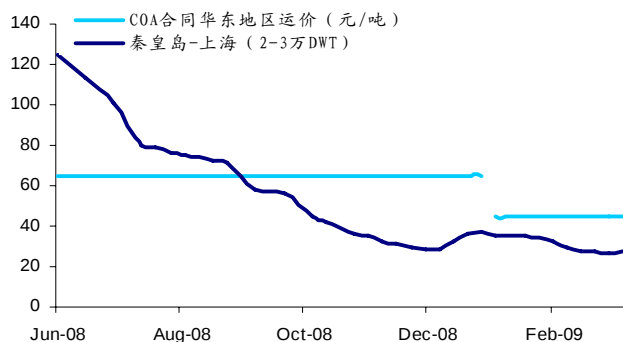
（2）海南矿业铁矿石没有完成合同运量。2008 年初，公司与华能海南发电股份有限公司签订 COA 合同，为其进行沿海电煤运输。合同约定，08 年公司和华能海南发电运送电煤 320 万吨左右，运价为 143 元/吨，公司实际完成运量 327 万吨；去年 2 月，公司与海南矿业联合有限公司约定，公司为海南矿业承运 140 万吨左右的铁矿石，平均运价较 2007 年度上涨 63%，公司实际完成运量 54 万吨。

（3）油轮改造、沥青船处置合计影响税前利润约 4887 万元。公司收购的中海发展三艘油轮：“剑池”轮、“永池”轮、“大庆 244 轮”已改造为杂货船投入运营（发生改造费用 2.06 亿元），由于改造完成后正逢干散货运价暴跌，经营期内实现营业利润为-3130 万元（未考虑减值因素）。另外，公司将“定安海”轮和“万泉海”轮两艘沥青船作为废钢船出售给鑫海船务，产生 1757 万元人民币的营业外支出。

（4）投资收益下降。由于报告期无新股申购产生的投资收益，且受招商证券股份有限公司分红减少的影响，公司报告期投资收益比去年同期下降 31%。

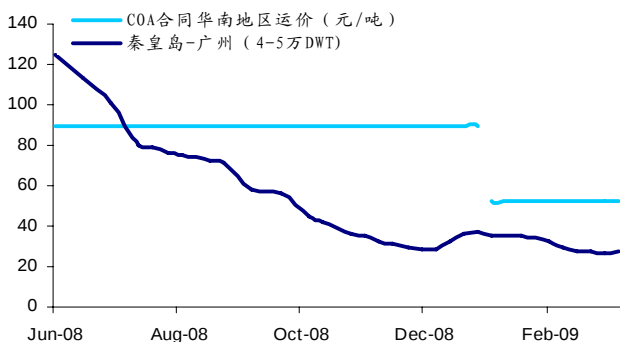
2009 年 COA 合同已经签订。2009 年 3 月 9 日、10 日，公司分别与华能海南发电股份公司、海南矿业联合有限公司签署了运输合同，海南发电委托公司承运海南发电海口电厂发电用煤 320 万吨左右，运价较上年下降 56%；海南矿业委托公司承运海南铁矿石 140 万吨左右，2009 年上半年的平均运价比公司 2008 年度的海南铁矿石平均运价下降了 58%，2009 年下半年运价由合同双方根据市场实际情况在 6 月 15-25 日之间重新协商后确定。

图 2 COA 合同华东地区运价与沿海电煤运价走势对比



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 3 COA 合同华南地区运价与沿海电煤运价走势对比



资料来源：公司公告，海通证券研究所

公司 09 年资金需求情况。公司（含下属公司）目前正在建的 6 艘 5.73 万吨散货船、6 艘 3.3 万吨散货船和 1 艘 7.6 万吨成品/原油船预计还需要 28 亿元资金，该部分资金将在 2009 年至 2012 年按照合同约定的进度逐步投入。2009 年，预计有两艘 5.73 万吨散货船将交付使用。今年公司承诺的资本支出为 4.28 亿元，公司计划通过经营资金流入以及债务融资的方式筹集资金。

招商证券和紫光创投股权价值。中海海盛持有 6907 万股招商证券（占招商证券股本的 2.14%，账面价值 8193 万元）和 2000 万股紫光创投的股权（占紫光创投股本的 8%，账面价值 2000 万元）。

（1）招商证券。我们预期招商证券 IPO 后的总股本将不超过 40 亿股，2008 年净利润 20.18 亿元。参照目前上市的中信证券和海通证券，以及招商系公司在 A 股市场上对同行业其他公司的溢价，我们认为招商证券的市盈率在 25 倍左右，按 08 年赢利计算，市值 500 亿元，发行后二级市场交易价在 12 元左右。中海海盛每股含招商证券 0.154 股，重估价格为 $0.154 \times 12 = 1.95$ 元，每股增值 1.8 元。

（2）紫光创投。紫光创投专业致力于高成长企业培育和高科技项目孵化，具有直接投资和基金管理双重职能，目前注册资本为 2.5 亿元人民币，受托管理的资产规模超过数亿元人民币。由于紫光创投是非上市公司，其利润、资产状况均未知，我们用 PB 的方法进行估值。中海海盛 2000 万股紫光创投的价值按 12 倍 PB 估值为 2.4 亿，每股增值约为 $2.4 / 5.81 = 0.37$ 元。

盈利预测和投资建议。根据我们的盈利预测，中海海盛 2009 年的每股收益为 0.33 元，合理市盈率 12 倍，合理价格 3.96 元。考虑到招商证券和紫光创投的增值，公司合理价格 6.13 元。投资评级“中性”。

表 1 公司盈利预测主要假设

	2008	2009E
价格		
华能煤运价格上涨	79 %	-56 %
市场煤运价格上涨	10 %	-60 %
铁矿石价格上涨	63 %	-58 %
贸易价格上涨	0 %	0 %
贸易业务毛利率	9 %	12 %
运量		
华能电煤（万吨）	327	327
市场电煤（万吨）	135	200
铁矿石（万吨）	54	140
燃油均价（元/吨）	4000	2000
耗油量（万吨）	6.6	7.0
所得税率	7%	15%
其它数据:		
股本（百万）	581.316	581.316

资料来源：海通证券研究所

表 2 中海海盛利润表预测

	2006	2007	2008	2009E
一、营业总收入(百万元)	722	959	1172	935
华能电煤		208	468	206
市场电煤		195	223	132
铁矿石		31	43	47
沥青、化学品		302	197	300
贸易收入		223	242	250
营业收入增长率(%)		33	22	-20
二、营业总成本(百万元)	541	741	1041	790
营业成本(百万元)	501	634	823	512
贸易成本	133	181	220	220
燃油		180	264	140
折旧		53	80	100
人工		65	124	130
港口使用费、修理费、保险费		115	135	142
营业税金及附加(百万元)	16	21	28	22
销售费用(百万元)	16	26	11	5
管理费用(百万元)	46	55	51	30
财务费用(百万元)	-6	4	-0.4	1
资产减值损失(百万元)	-32	0	129	
三、其他经营收益(百万元)				
投资净收益(百万元)	39	109	75	90
其中：对联营企业和合营企业的投资收益(百万元)	10	30	45	50
四、营业利润(百万元)	233	313	206	234
经营利润率(%)	32	33	18	25
加：营业外收入(百万元)	0	33	1	30
减：营业外支出(百万元)	1	0	20	0
其中：非流动资产处置净损失(百万元)	1	0		
五、利润总额(百万元)	232	346	187	264
减：所得税(百万元)	34	47	13	40
六、净利润(百万元)	197	299	173	225
减：少数股东损益(百万元)	39	35	37	35
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	158	264	136	190
七、每股收益：				
(一) 基本每股收益(元)	0.35	0.59	0.23	0.33
(二) 稀释每股收益(元)			0.23	0.33

资料来源：公司公告、海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

钮宇鸣：交通运输行业核心分析师

钱列飞：交通运输行业助理分析师

重点研究上市公司：上港集团、中海发展、中国远洋、外运发展、盐田港、天津港、中远航运、南京港、长航油运、营口港、日照港、招商轮船、宁沪高速、楚天高速、皖通高速、赣粤高速。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。