

中海发展(600026)

预计行业景气回升，评级上调为增持

中海发展深度报告

孙丽萍 林园远
010-59312823 021-38676654
sunliping@gtjas.com Linyuanyuan@gtjas.com

本报告导读：

预期发电量回升，进口煤炭减少，沿海煤炭运价将逐渐回升；随着全球及国内经济复苏，单壳油轮拆解将带来10-11年油轮市场的复苏；相对市场估值处于历史低点，上调评级为增持。

投资要点：

- **上调评级为增持，目标价格 16 元：**理由一是预期 10-11 年沿海煤炭运输和远洋油轮运输市场景气将逐渐复苏，业绩将在 09 年基础上逐年增长；理由二是从估值上看，公司历史上相对市场 PB 水平在 0.56-2.07 倍，目前为 0.63 倍，相对市场估值水平处于历史底部。上调公司评级为“增持”，6-12 个月目标价格 16 元，对应公司 2009 年 PB 为 2.5 倍，对应 2009 年 PE 水平为 32 倍。
- **沿海煤炭运输市场预期运价将反弹：**我们认为有两个因素将带动沿海煤炭运价反弹。一是 6 月份发电量数据显示有所回升，电煤运输需求将回升；二是国际煤炭价格和海运费持续上涨导致到岸价格高于国内北煤南运煤炭价格，预期进口煤炭减少将增加沿海煤炭运输需求，预期运价在上述两因素驱动下将反弹。
- **远洋油轮运价触底反弹，最坏的时候正在过去：**IEA 和 EIA 分别在 6 月份上调 2009-2010 年全球油品需求预期，反映对未来预期有所好转。近期在经济触底，夏季用油需求增加背景下油轮运价开始反弹：VLCC 船中东-日本航线 WS 从 25 点回升到目前的 54 点。我们预计 2010 年国际经济复苏以及单壳油轮的退出将带来油轮运输景气回升。
- **2009 年是业绩底部，2010-2011 年业绩将回升：**受经济环境影响，公司 2009 年业绩处于低点；随着沿海煤炭运价和远洋油轮运价回升，2010-2011 年业绩将逐步回升。我们预计 2009-2011 年每股收益分别为 0.51 元、0.71 元和 0.85 元。
- **风险提示：**二季度业绩预计与一季度持平；煤炭运价仍处在底部。

财务摘要 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	12,687	17,562	11,617	14,494	17,076
(+/-)%	30%	38%	-34%	25%	18%
经营利润 (EBIT)	4,976	5,820	2,160	3,140	3,980
(+/-)%	55%	17%	-63%	45%	27%
净利润	4,596	5,373	1,724	2,410	2,908
(+/-)%	63%	17%	-68%	40%	21%
每股净收益 (元)	1.38	1.58	0.51	0.71	0.85
每股股利 (元)	0.51	0.58	0.19	0.26	0.31

利润率和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	39.2%	33.1%	18.6%	21.7%	23.3%
净资产收益率 (%)	29.9%	25.2%	7.7%	10.1%	11.3%
投入资本回报率 (%)	21.1%	19.4%	5.5%	7.6%	9.7%
EV/EBITDA	7.6	6.5	13.0	9.2	7.6
市盈率	9.7	8.5	26.6	19.0	15.8
股息率 (%)	4.3%	1.4%	1.9%	2.3%	2.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持
上次评级：中性
目标价格：¥16.00
上次预测：¥10.00
当前价格：¥13.47
2009.07.06

交易数据

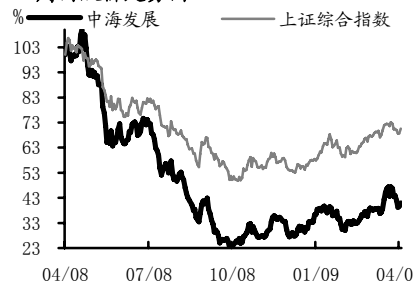
52 周内股价区间 (元)	6.51 ~ 23.00
总市值 (百万元)	43,953
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,405/3,405
流通 B 股/H 股	0/1,296
流通股比例	1.00
日均成交量 (百万股)	20.4
日均成交值 (百万元)	237.3

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (百万元)	12,465.90
每股净资产	3.75
市净率	3.6
净负债率	4.1%

EPS (元)	2008A	2009E
Q1	0.22	0.32
Q2	0.32	0.35
Q3	0.35	0.36
Q4	0.37	0.37
全年	1.26	1.40

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-2.8	10.9	-33.7
相对指数	-11.6	-12.0	-45.3

相关报告

中海发展：09COA 合同及 LNG 业务公告点评

(09.03.11)

模型更新时间: 2009.07.06

股票研究

交通储运业
水上运输业

中海发展(600026)

评级: 增持

上次评级: 中性

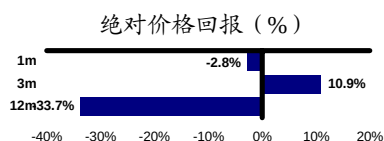
目标价格: ¥16.00

上次预测: ¥10.00

当前价格: ¥12.91

公司简介

公司主要经营沿海煤炭和油轮运输业务。



52 周价格范围 6.51~23.00
市值 (百万) 43,953

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	9,772	12,687	17,562	11,617	14,494	17,076	19,087
营业成本	6,188	7,339	11,115	8,944	10,755	12,373	13,654
税金及附加	194	252	332	231	288	339	379
主营业务利润	3,391	5,096	6,115	2,442	3,451	4,364	5,054
其他业务利润	41	53	0	0	0	0	0
营业费用	0	0	38	0	0	0	0
管理费用	220	286	257	282	311	384	430
EBIT	3,212	4,864	5,820	2,160	3,140	3,980	4,624
财务费用	147	238	62	200	250	352	316
营业利润	3,065	4,738	5,758	1,960	2,890	3,628	4,308
所得税	462	782	1,057	432	680	820	970
少数股东损益	3.00	4.00	3.00	4.00	-	-	-
净利润	2,813	4,596	5,373	1,724	2,410	2,908	3,438
资产负债表							
货币资金、短期投资	664	1,080	1,858	-2,555	-1,670	187	2,586
其他流动资产	1,771	1,340	1,283	947	1,120	1,278	1,404
长期投资	82	1,167	1,633	1,633	1,633	1,633	1,633
固定资产合计	14,458	19,970	25,058	31,249	31,886	31,855	31,622
无形及其他资产	6	5	14	14	14	14	14
资产合计	16,981	23,562	29,928	31,289	32,982	34,966	37,259
流动负债	2,648	1,712	1,834	826	995	1,140	1,258
长期负债	1,898	5,480	6,148	5,832	5,832	5,832	5,832
股东权益	17,012	23,607	29,833	29,259	30,952	32,936	35,229
投入资本(IC)	15,084	20,084	25,389	31,480	32,143	32,146	31,937
现金流量表							
NOPLAT	2,751	4,244	4,925	1,728	2,449	3,104	3,607
折旧与摊销	974	1,063	1,285	1,368	1,864	2,031	2,234
流动资金增量	(739)	511	(208)	100	(27)	(33)	(25)
资本支出	(4,068)	(7,668)	(6,888)	(6,000)	(2,500)	(2,000)	(2,000)
自由现金流	(1,082)	(1,849)	(886)	(2,804)	1,786	3,101	3,816
经营现金流	3,208	6,253	5,967	3,396	4,497	5,257	5,963
投资现金流	(3,999)	(6,961)	(6,132)	(6,000)	(2,500)	(2,000)	(2,000)
融资现金流	514	1,293	893	(1,809)	(1,113)	(1,400)	(1,564)
现金流净增加额	(277)	585	728	(4,413)	884	1,857	2,400
财务指标							
成长性							
收入增长率	12.3%	29.8%	38.4%	-33.9%	24.8%	17.8%	11.8%
EBIT 增长率	0.9%	54.9%	17.0%	-62.9%	45.4%	26.7%	16.2%
净利润增长率	3.6%	63.4%	16.9%	-67.9%	39.8%	20.6%	18.2%
利润率							
毛利率	36.7%	42.2%	36.7%	23.0%	25.8%	27.5%	28.5%
EBIT 率	32.9%	39.2%	33.1%	18.6%	21.7%	23.3%	24.2%
净利润率	28.8%	36.2%	30.6%	14.8%	16.6%	17.0%	18.0%
收益率							
净资产收益率(ROE)	22.6%	29.9%	25.2%	7.7%	10.1%	11.3%	12.3%
总资产收益率(ROA)	16.5%	19.5%	18.0%	5.9%	7.8%	8.8%	9.8%
投入资本回报率(ROIC)	18.2%	21.1%	19.4%	5.5%	7.6%	9.7%	11.3%
运营能力							
存货周转天数	14	12	9	11	10	9	9
应收账款周转天数	27.2	18.4	17.3	17.3	17.3	17.3	17.3
总资产周转天数	634.2	677.9	622.0	983.1	830.6	747.4	712.5
净利润现金含量	1.14	1.36	1.11	1.97	1.87	1.81	1.73
资本支出/收入	42%	60%	39%	52%	17%	12%	10%
偿债能力							
资产负债率	26.7%	31.5%	27.9%	22.8%	22.1%	21.2%	20.1%
净负债率	21.4%	20.8%	21.6%	37.8%	31.8%	22.4%	12.2%
估值比率							
PE	15.9	9.7	8.5	26.6	19.0	15.8	13.3
PB	3.6	2.9	2.1	2.0	1.9	1.8	1.6
P/S	4.58	3.53	2.61	3.95	3.16	2.69	2.40
EV/EBITDA	10.9	7.6	6.5	13.0	9.2	7.6	6.7
股息率	3.8%	4.3%	1.4%	1.9%	2.3%	2.8%	

目录

1. 经营环境预期改善，上调评级至“增持”	5
2. 1-5 月沿海煤炭、油轮运输业务处于低迷状态	5
2.1. 沿海煤炭、油轮运输是公司主要利润来源	5
2.2. 1-5 月经营状况：1-5 月沿海煤炭运输同比下降	6
2.2.1. 1-6 月沿海煤炭运输运价持续低迷	6
2.2.2. 1-5 月沿海煤炭运输收入明显下降	8
2.3. 1-6 月油轮运输持续低迷	10
2.3.1. 1-6 月远洋油轮运输市场低迷导致收入下降	10
3. 沿海煤炭运输：国内经济逐渐回升，行业景气有望回升	12
3.1. 理由一：发电量回升带来煤炭需求回升	12
3.2. 理由二：国际煤炭价格优势逐渐丧失，预计煤炭进口将有所减少	12
3.3. 理由三：历史上沿海煤炭运价呈现两头高的季节性走势	13
3.4. 沿海煤炭市场运价上升将带来公司	14
4. 远洋油轮运输市场：景气将逐渐回升	14
4.1. 下半年展望：预计运价逐步回升	14
4.1.1. 理由一：历史上油轮运价呈现两头高，中间低态势	14
4.1.2. 理由二：预计三、四季度需求回升	15
4.2. 2010 年展望：经济复苏和单壳油轮退出的双重驱动	15
4.2.1. 2010 年需求将有所上升	16
4.2.2. 单壳油轮退出将减少市场供给压力	16
5. 09 年是业绩低点，10-11 年业绩稳步回升	17
6. 估值处在低点，上调评级为“增持”	18
6.1. 市净率的绝对和相对水平处在历史低位	18
6.2. 上调评级到“增持”	20
7. 风险提示	20

图表目录

表 1: 公司收入构成.....	6
表 2: 公司营业利润构成 (2008 年报表)	6
表 3: 国泰君安预测 2009-2010 年油轮运力投放.....	17
表 4: CLARKSONS 预测 2009-2010 年油轮运力投放	17
表 5: 2009-2011 年公司运力投放数据	17
表 6: 2008-2010 年运价假设	18
表 7: 2009-2011 年业绩预测	18
图 1: 中海发展相对市场 PB 估值处于历史低位.....	5
图 2: 1-5 月火电发电量增速	7
图 3: 1-5 月中国大量进口煤炭	7
图 4: 1-5 月北方港口煤炭发运量	8
图 5: 1-6 月沿海煤炭运价处于低迷状态	8
图 6: 沿海煤炭运输业务月度货量.....	9
图 7: 09 年 1-5 月公司沿海煤炭业务单位收入	9
图 8: 沿海煤炭运输业务月度收入.....	10
图 9: 1-6 月 VLCC 中东-日本航线 WS 指数	10
图 10: 1-5 月远洋油轮运输量	11
图 11: 公司油轮运输业务单位运输收入.....	11
图 12: 公司远洋油轮业务 1-5 月收入.....	11
图 13: 发电量月度增速数据.....	12
图 14: 国际煤炭到岸价格与国内煤炭价格比较.....	13
图 15: 沿海煤炭运价历史走势.....	13
图 16: 2002-2007 年沿海煤炭运价月度均值	13
图 17: VLCC 船中东-日本航线月度运价均值	15
图 18: EIA 四个季度油品需求预测	15
图 19: IMF 预测全球经济 2010 年有所好转	16
图 20: IEA 上调 2010 年全球油品需求	16
图 21: 中海发展绝对估值水平与行业景气比较.....	19
图 22: 相对市场估值水平处在底部.....	19

1. 经营环境预期改善，上调评级至“增持”

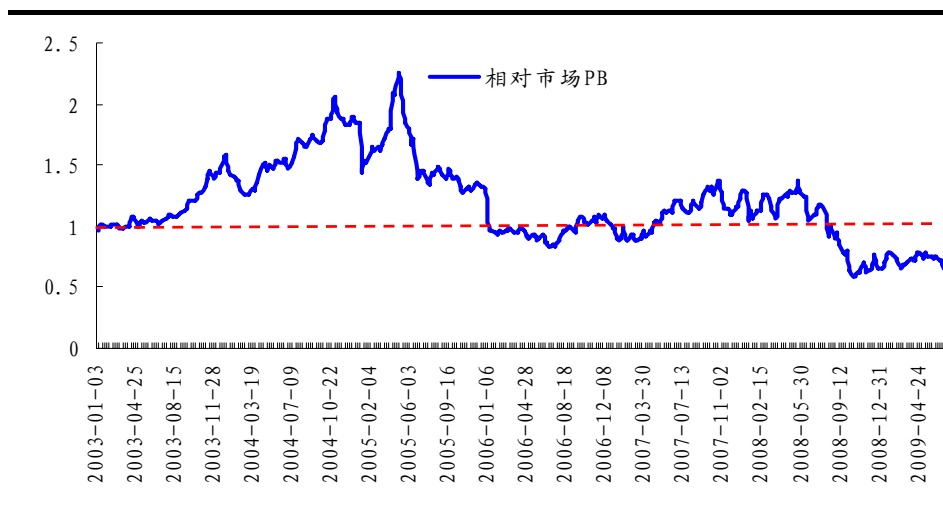
行业趋势向好概率较大：公司主要经营沿海煤炭运输业务和远洋油轮运输业务，我们认为公司经营业务所面临的市场环境最坏时候正在过去。

发电量回升，进口煤炭减少将带来三季度、四季度沿海煤炭运价回升：6月中旬发电量数据同比出现正增长，预期下半年国内经济的逐渐好转将带来发电量数据继续好转，带动沿海煤炭运输需求回升；随着国际煤炭价格和海运价上涨，进口煤炭优势降低，预计下半年进口煤炭减少将增加沿海煤炭运输需求；上述两大因素将推动下半年沿海煤炭运价回升；

随着夏季用油高峰以及四季度冬季用油高峰到来，远洋油轮运输市场供需态势将趋于好转，运价趋于回升。6月以来VLCC船中东-日本航线WS已经从30点上涨到目前的50点左右。展望2010-2011年，我们认为全球经济好转以及单壳油轮拆解将带来2010-2011年供需形势好转，看好2010-2011年远洋油轮运输市场。

公司相对市场估值水平处于历史低点：公司历史PB估值区间为1.17-8.4倍之间，目前按照2009年净资产计算的PB水平为2倍左右，处于历史绝对估值的下限；公司相对市场的历史PB水平区间为0.56-2.07倍，7月2日公司相对市场PB水平为0.63倍，同样也处于历史相对估值的下限。

图 1：中海发展相对市场 PB 估值处于历史低位



数据来源：WIND，国泰君安证券

我们预计公司2009-2010年每股收益分别为0.51元和0.71元。目前处在行业低迷时期，预期行业下半年景气回升，相对市场估值水平处在低位，建议“增持”。目标价格为16元，对应2009年PB水平为2.5倍。

2. 1-5月沿海煤炭、油轮运输业务处于低迷状态

2.1. 沿海煤炭、油轮运输是公司主要利润来源

公司主要经营沿海煤炭运输、远洋和近海油轮运输业务、远洋干散货运输业务。2008年报表显示，沿海煤炭运输业务占营业收入39.3%，占营业利润的56.7%，而外贸油品运输和其它干散货运输则占收入比重21.7%，两者是公司收入、利润的主要来源。

我们预计2009年公司收入和利润构成将会发生较大变化，原因在于主要业务09年运价趋势不同。沿海油轮运输业务执行交通部运价，2009年保持不变；而沿海煤炭运输

业务签定的 COA 合同，运价同比下降 40%；预计 2009 年远洋油轮运输业务价格同比下降 30%左右。一季度公司沿海煤炭业务占收入比重下降到 29.3%；远洋油轮运输业务收入比重提深到 31.2%，沿海油品运输业务收入比重提高到 26.9%。

表 1：公司收入构成

单位：万元	数额				比重			
	2009 年一季度	2008 年	2007 年	2006 年	2009 年一季度	2008 年	2007 年	2006 年
沿海煤炭运输	62,292.20	690,010.30	488607.1	326815.6	29.3%	39.3%	39.5%	33.4%
增速	-66.5%	41.2%	49.5%					
外贸油品运输	66,324.80	384,794.70	273657.6	310318.8	31.2%	21.9%	22.1%	31.8%
增速	-32.9%	40.6%	-11.8%					
内贸油品运输	57,196.90	222,994.80	207115.2	226570.5	26.9%	12.7%	16.7%	23.2%
增速	1.6%	7.7%	-8.6%					
其它干散货运输	17,872.3	269,035.5	268478.1	113534.2	8.4%	15.3%	21.7%	11.6%
增速	-82.4%	0.2%	136.5%					
船舶出租收入	7,285.70	187728.3			3.4%	10.7%		
合计	212,654.90	1,754,563.6	1,237,858.0	977,239.1	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：公司报表，国泰君安证券

表 2：公司营业利润构成（2008 年报表）

单位：万元	营业收入	营业成本	营业利润	营业利润占比
煤炭运输	708347.4	343567.9	364779.5	56.7%
油品运输	607789.5	419887.7	187901.8	29.2%
其它干散货运输	250698.4	151666.6	99031.8	15.4%
船舶出租	187728.3	195954.9	-8226.6	-1.3%
合计	1754563.6	1111077.1	643486.5	100.0%

数据来源：公司报表，国泰君安证券

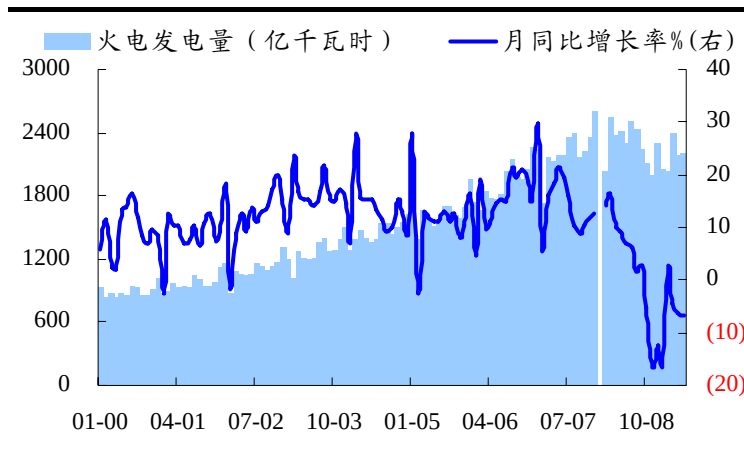
2.2. 1-5 月经营状况：1-5 月沿海煤炭运输同比下降

2.2.1. 1-6 月沿海煤炭运输运价持续低迷

发电量负增长及大幅度进口导致北煤南运煤炭减少

由于国内经济没有明显复苏，1-5 月份火电发电量数据呈现负增长，导致对电煤需求呈现负增长。相应的煤炭运输需求减少。

图 2: 1-5 月火电发电量增速

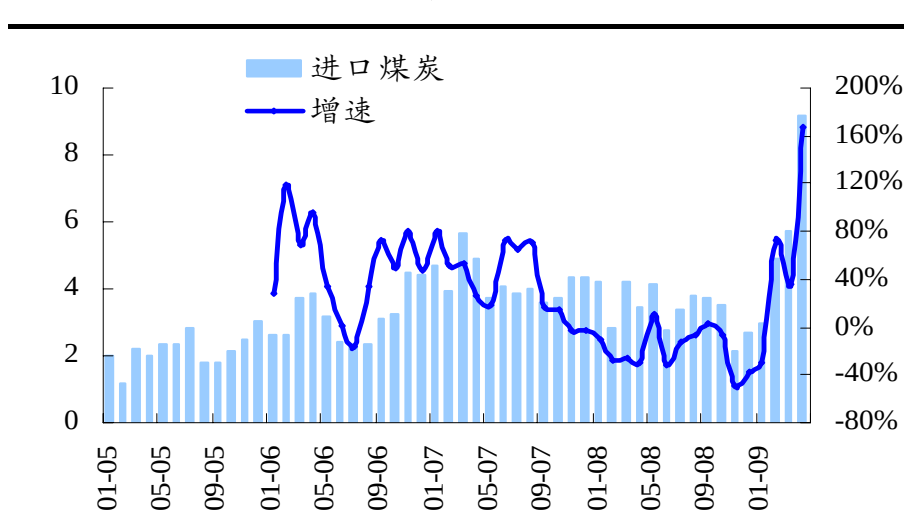


数据来源: 国泰君安证券

除了经济、发电量对于沿海煤炭运输量影响以外，大量进口煤炭对沿海煤炭运输市场的煤炭运输量产生一定挤压。1-4 月中国进口煤炭 2275 万吨，同比增长 55%。从月度进口绝对数据和相对增速看，1-4 月月度进口的煤炭数据逐月增加，4 月份增速更是达到了 167.8%。

中国大量进口煤炭的主要原因是华南、华东地区煤炭需求方从澳洲、印尼等国家进口国际煤炭价格比国内从北方运过的煤炭便宜。

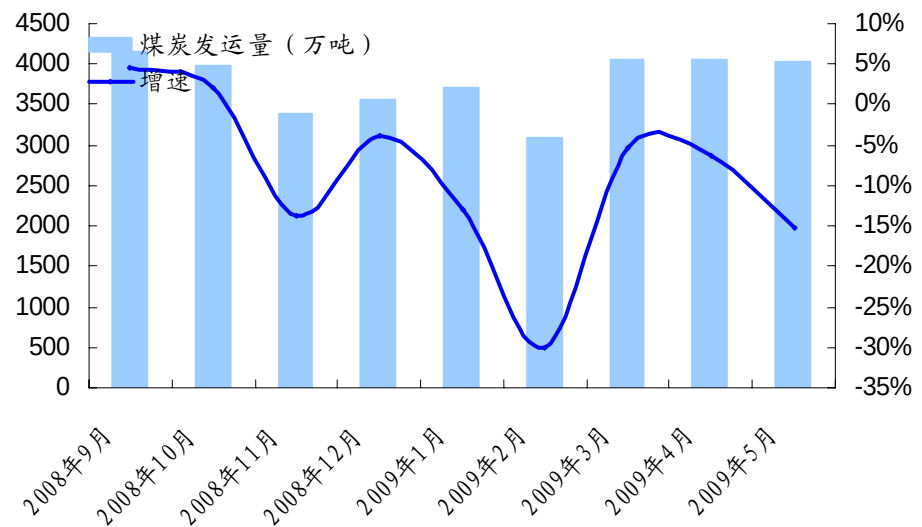
图 3: 1-5 月中国大量进口煤炭（单位：百万吨）



数据来源: CEIC, 国泰君安证券

煤炭需求不旺，同时进口大量煤炭替代北煤南运，上述两因素导致北方港口下水煤炭同比负增长。1-5 月累计港口煤炭发运量为 18849 万吨，同比减少 3248 万吨，增速为 -14.7%。

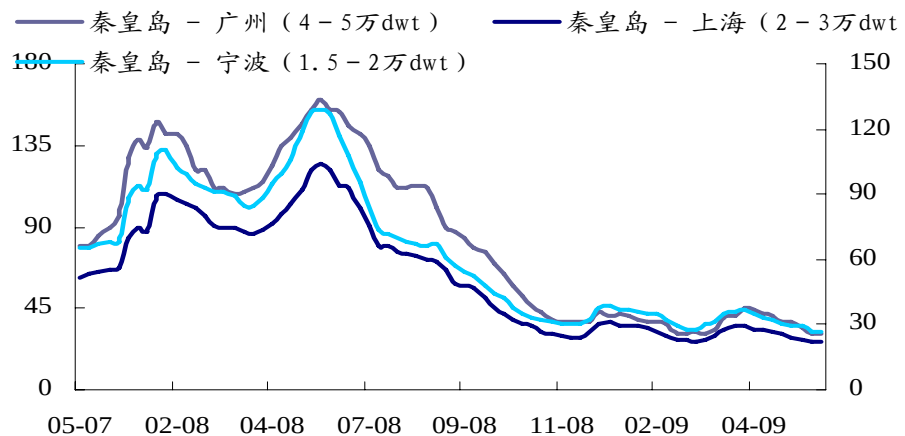
图 4: 1-5 月北方港口煤炭发运量 (单位: 万吨)



数据来源: 煤炭资源网, 国泰君安证券

1-6 月沿海煤炭运价处在低迷状态, 6 月 12 日秦皇岛-广州运输价格为 30 元, 是 2005 年以来的最低价格; 年内均值为 37 元, 08 年同期为 129.7 元, 同比下降 71.5%; 6 月 12 日秦皇岛-上海煤炭运输价格为每吨 27 元, 是 2005 年以来最低价格, 年内均值为 31 元, 2008 年同期均值为 100 元, 同比下降 69%。

图 5: 1-6 月沿海煤炭运价处于低迷状态 (元/吨)

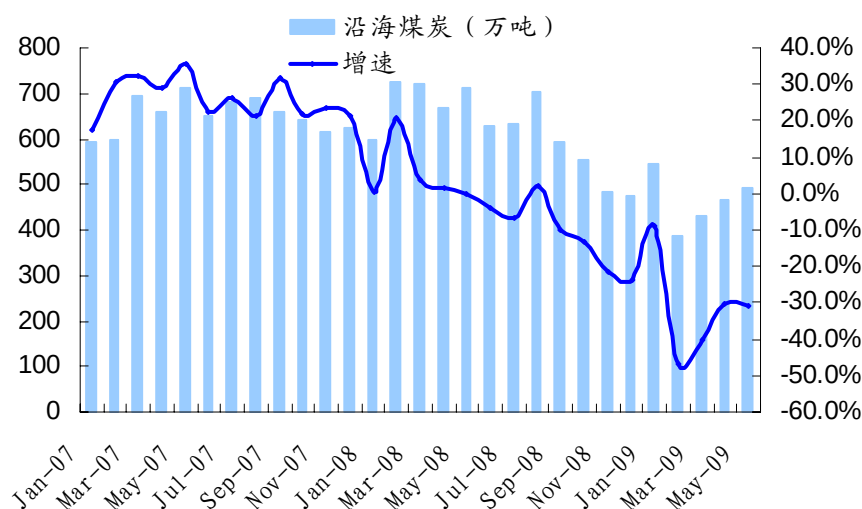


数据来源: 中华航运网, 国泰君安证券

2.2.2. 1-5 月沿海煤炭运输收入明显下降

受上半年沿海煤炭运输需求不足影响, 公司 1-5 月共运输沿海煤炭 2318.6 万吨, 同比下降 32%。其中 70% 为 COA 合同, 其余为市场煤炭。占年度 COA 合同比重为 35.7%。截止到 6 月份, 中海发展 2009 年沿海煤炭运输的 COA 合同签订了 6500 万吨, 比 2008 年减少 1000 万吨左右。减少的合同主要是华南地区沿海煤炭运输合同。

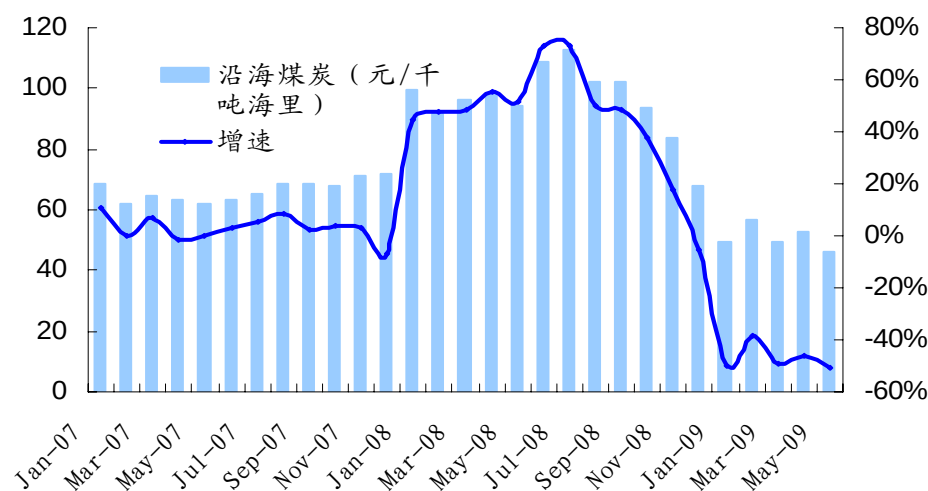
图 6: 沿海煤炭运输业务月度货量 (单位: 万吨)



数据来源: 中海发展, 国泰君安证券

1-5 月沿海煤炭运价同比下降 47.3%, 而 09 年公司沿海煤炭业务 COA 合同的运价同比下降 40%。运价下降幅度超过 COA 合同比例原因一是 08 年油价处于高位, 基准价格之上会加燃油附加费, 二是 1-5 月公司运输的煤炭 30%来自市场煤炭, 运价要低于 COA 合同运价。导致公司实际运价下降幅度超过 40%。

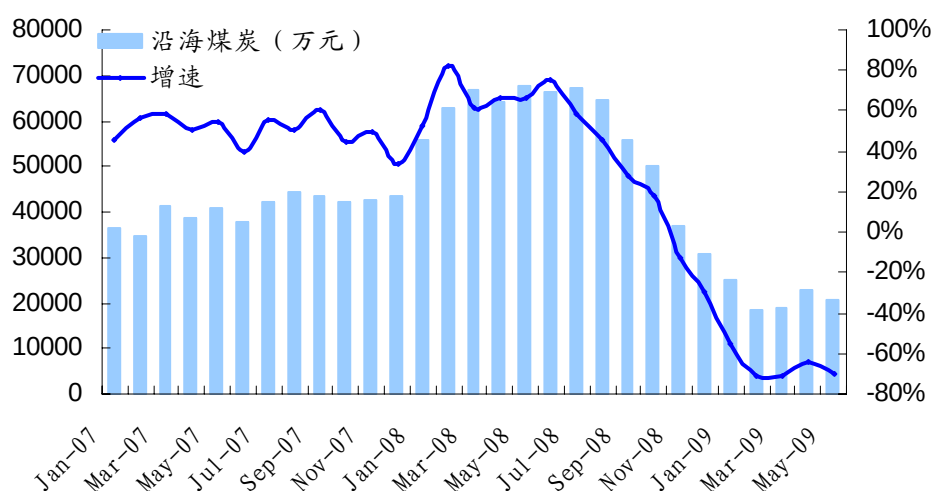
图 7: 09 年 1-5 月公司沿海煤炭业务单位收入 (单位: 元/千吨海里)



数据来源: 中海发展, 国泰君安证券

由于运量和运价同步下跌, 公司沿海煤炭运输业 1-5 月收入表现为大幅度下跌。1-5 月公司完成沿海煤炭运输业务收入 10.56 亿元, 同比下跌 66.8%。1-5 月沿海煤炭运输收入占总收入比重为 30%, 08 年同期占收入比重 42%。

图 8: 沿海煤炭运输业务月度收入 (单位: 万元)



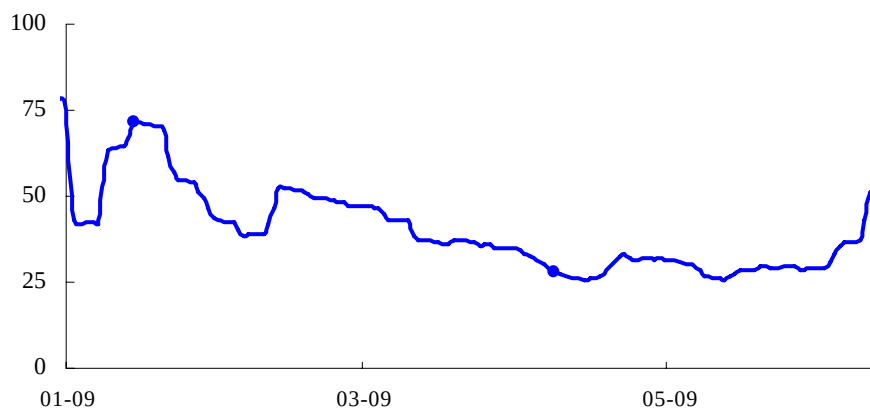
数据来源: 中海发展, 国泰君安证券

2.3. 1-6 月油轮运输持续低迷

2.3.1. 1-6 月远洋油轮运输市场低迷导致收入下降

VLCC 船中东-日本航线的 WS 点数 4-5 月份最低跌到 25 点, 6 月份在夏季用油到来之际, 需求有所回升, 带动 VLCC 船 WS 点数回到 51 点; 1-6 月 VLCC 船日平均收益水平为 41232 美元, 同比下降 60%; MR 型船 WS 点数仍处在低迷状态, 1-6 月 MR 型船日平均收益为 9806 美元, 2008 年同期日收益水平为 20869, 同比下降 53%。

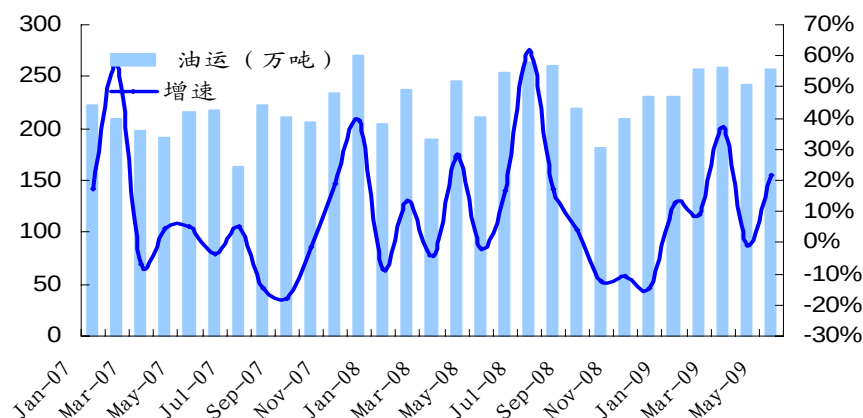
图 9: 1-6 月 VLCC 中东-日本航线 WS 指数 (单位: 点)



数据来源: BLOOMBERG, 国泰君安证券

1-5 月公司共运输远洋油品 1248 万吨, 同比增长 14.77%。

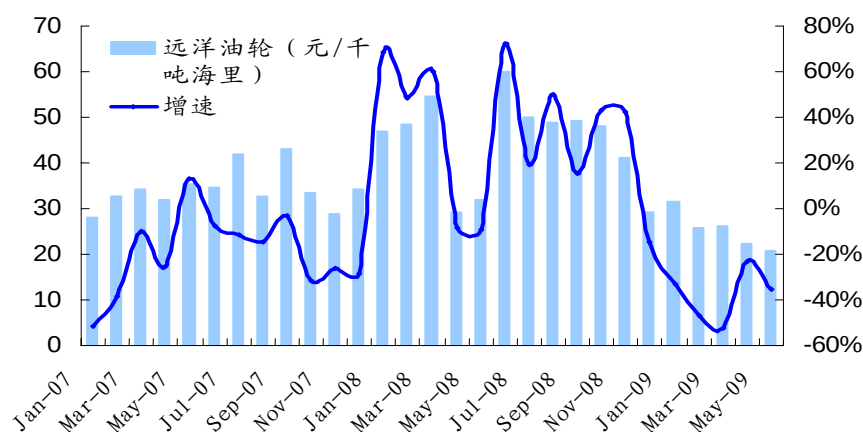
图 10: 1-5 月远洋油轮运输量 (单位: 万吨)



数据来源: 中海发展, 国泰君安证券

远洋油轮运输业务运价随行就市。09 年以来远洋油轮运输市场景气下滑, 公司运价逐步下滑。1-5 月运价同比下降 38.44%。

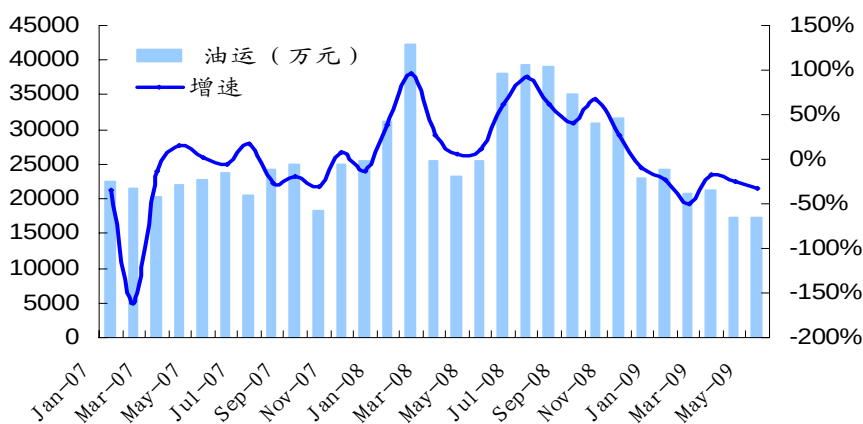
图 11: 公司油轮运输业务单位运输收入 (单位: 元/千吨海里)



数据来源: 中海发展, 国泰君安证券

业务量同比增长, 运价大幅度下跌, 公司 1-5 月份完成收入 10 亿元, 同比下降 31.6%。

图 12: 公司远洋油轮业务 1-5 月收入 (单位: 万元)



数据来源: 中海发展, 国泰君安证券

3. 沿海煤炭运输：国内经济逐渐回升，行业景气有望回升

3.1. 理由一：发电量回升带来煤炭需求回升

6 月份，全国日均发电量增速“转负为正”。这是今年 4 月以来，全国发电量的“旬数据”首次实现正增长。据国家电网公司统调中心的统计，今年 6 月份，全国日均发电量同比上升 3.6%。今年 5 月，上中下旬发电量分别下降 3.9%、0.57%和 5.66%。

对此，国家信息中心经济预测部宏观经济研究室副主任牛犁表示，作为经济运行的风向标，发电量和用电量指标的逐步回暖，也在一定程度上反映了经济回暖。

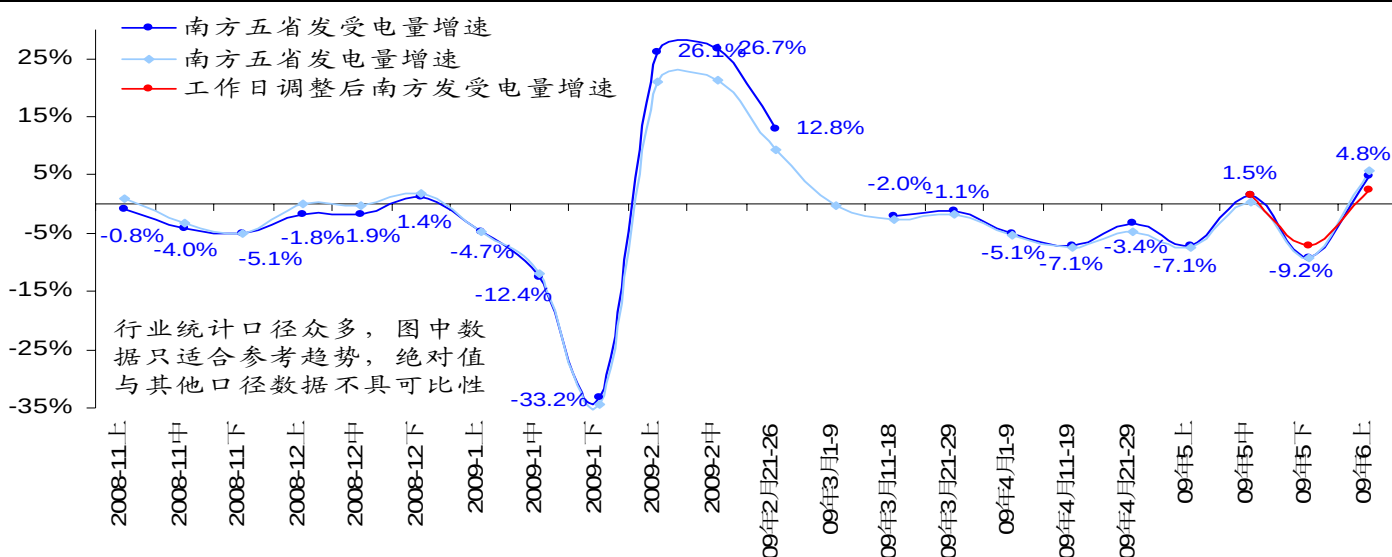
高温地区和高耗能地区回暖明显

分区域来看各地的用电量，东部沿海和中西部地区增速明显好于东北地区。其中，沿海所有地区都已实现正增长，江苏、上海、浙江、广西增速超过 10%。

从 6 月下旬的同比数据来看，冀南、河南等高耗能地区增速超过两位数，主要原因是钢铁和有色行业复产明显以及高温天气，山西恢复正增长，其他多数地区仍低位徘徊。从 6 月下旬的环比数据来看，山西、青海回升较快；云南增速下降，贵州、甘肃降幅扩大。从全国范围来讲，华北和华东地区回升速度比较明显。

我们预计随着钢铁、电解铝等高耗能产业的产能释放，发电量和用电量在下半年同比均将恢复正值。电煤运输需求将随着发电量回升而稳步回升，沿海煤炭运输市场有望逐步好转。

图 13: 发电量月度增速数据

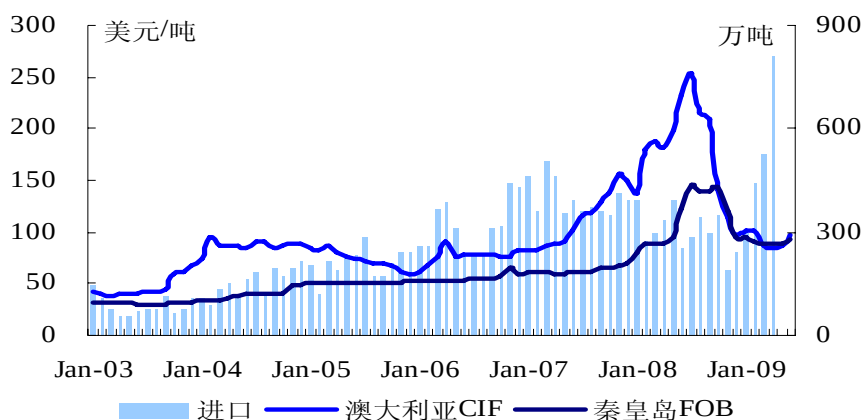


数据来源：国泰君安电力分析师，国泰君安证券

3.2. 理由二：国际煤炭价格优势逐渐丧失，预计煤炭进口将有所减少

根据我们煤炭行业分析师的分析：国际煤炭价格逐渐回升，国际和国内煤炭价格差距缩小。截至 2009 年 6 月 12 日，Globalcoal NEWC Index 收于 76.75 美元/吨，加上 18 美元/吨的运费，到达东南沿海的价格已经达到 757 元，较秦皇岛运到该区域的价格高 96 元/吨。进口煤的价格优势已经完全丧失，考虑到合同签订、装船、运输等时滞，预计 8 月份之后进口煤的增长势头将逐步缓解。

图 14: 国际煤炭到岸价格与国内煤炭价格比较

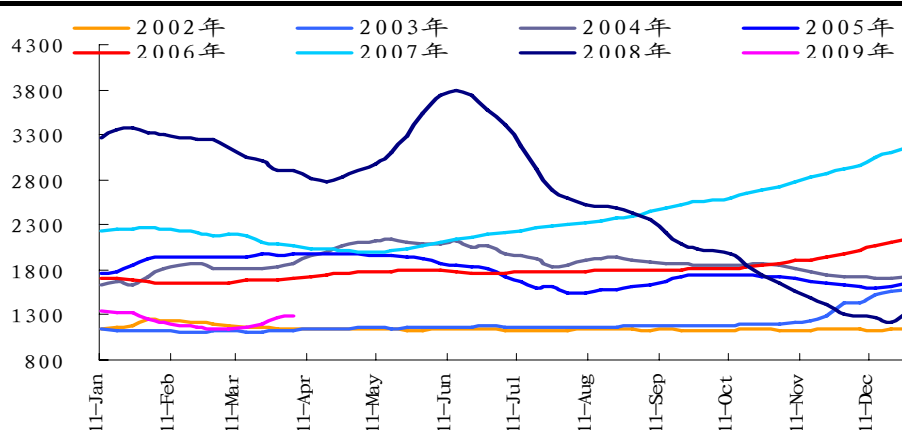


数据来源: 国泰君安证券

3.3. 理由三: 历史上沿海煤炭运价呈现两头高的季节性走势

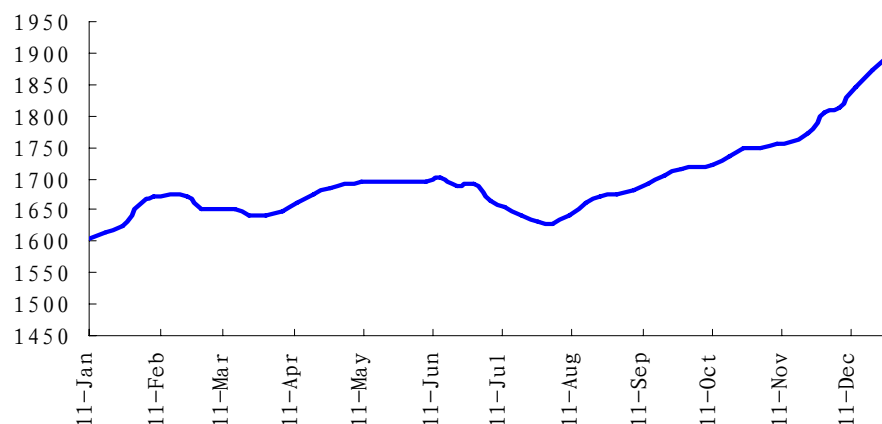
分析历史上沿海煤炭运价趋势, 沿海煤炭运价整体呈现出两头高, 中间低, 的季节性特征。主要是夏季用电高峰以及四季度取暖用煤增加导致需求增加, 煤炭运输价格下半年市场表现会好于上半年市场表现。

图 15: 沿海煤炭运价指数历史走势 (单位: 点)



数据来源: 中华航运网, 国泰君安证券

图 16: 2002-2007 年沿海煤炭运价指数月度均值 (单位: 点)



数据来源: 中华航运网, 国泰君安证券

3.4. 沿海煤炭市场运价上升将带来公司

我们知道公司沿海煤炭运输主要是签订 COA 合同，保证每年的运量和运价，那么 09 年市场煤炭运输价格上涨对公司是否有影响呢？

影响一：如果 09 年价格上涨，可以带来下半年煤炭运输量和综合价格上涨

公司 2009 年沿海煤炭运输的 COA 合同签订了 6500 万吨，2008 年公司运输煤炭 7500 万吨，其中 90%来自 COA 合同。2009 年签订的运量少于公司所能够运输的量，1-5 月份公司沿海煤炭运输量为 2318.6 万吨，同比下降 33%。可以想象公司部分船舶处于闲置状态。预计下半年需求上涨所带来运价上涨，首先是可以提高公司下半年运输量。其次公司 1-5 月份公司煤炭运输中大约有 30%来自于市场煤炭运输，市场煤比例的提高主要是因为市场煤炭运价低于合同煤价格，导致合同煤上半年运输减少，公司多余的运力转向市场煤炭的运输。因此，市场煤炭价格上涨可以提升公司整体煤炭运输价格。

影响二：市场煤炭价格上涨有利于 2010 年合同煤炭运输价格谈判

2009 年合同煤炭运输价格到华东地区约 44 元，华南地区约 54，而现在市场价格到华东地区为 26-27 元左右，到华南地区为 30 元左右。2009 年市场煤炭价格维持在目前位置将对 2010 年合同煤炭运输价格产生巨大压力。这也是投资者对公司 2010 年业绩担心的主要问题。

预计随着发电量回升带来的煤炭需求回升，沿海煤炭运输价格将从低谷逐渐反弹。如果下半年煤炭运输价格能够回到华东地区 40 元左右，华南地区 50 元以上，则 2010 年公司的 COA 合同价格将可以得到保证。

4. 远洋油轮运输市场：景气将逐渐回升

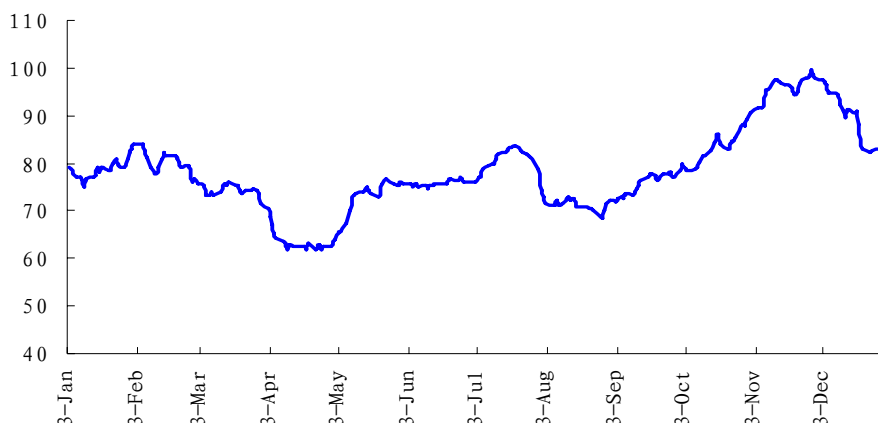
4.1. 下半年展望：预计运价逐步回升

4.1.1. 理由一：历史上油轮运价呈现两头高，中间低态势

根据以往的经验数据，油轮运价具有明显的季节性。一般呈“年初降，年末涨”类 U 型走势。这种季节性波动，在需求层面是因为 2 季度冬寒已过，夏热未至，用油需求低迷，在供给层面则因为远东一些炼油厂的年度检修，两者共同造成了交易量的下行，导致运价的低迷。6 月后，炎夏的到来会增加油品需求，此后随着北半球冬季的来临，4 季度乃至次年 1 季度的取暖用油需求增加，造成运力相对紧张，运价上升。

我们把 1991-2008 年 VLCC 船中东-日本航线 WS 指数叠加再做简单平均，从月度数据来看，4 月份 WS 指数在年度内是最低的，5 月份呈现环比运价上涨趋势。从季度来看，二季度整体处在年度内低点。

图 17: VLCC 船中东-日本航线月度运价均值 (单位: 点)



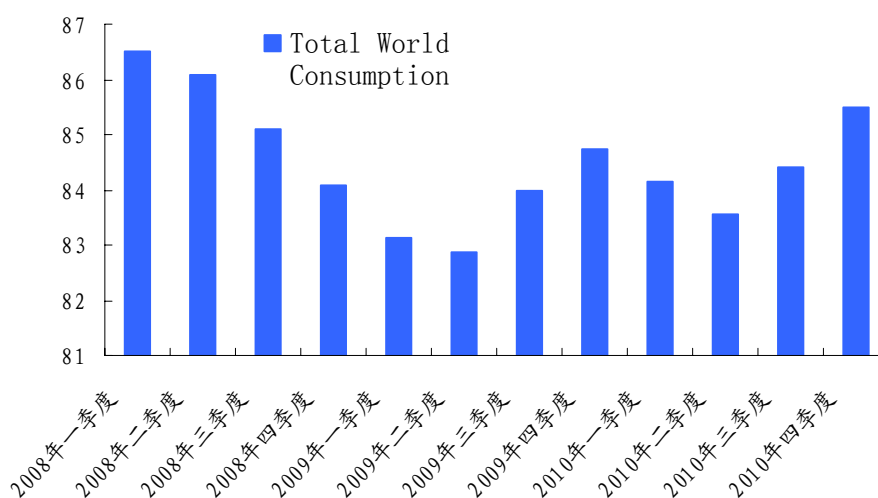
数据来源: CLARKSONS, 国泰君安证券

4.1.2. 理由二: 预计三、四季度需求回升

从需求上来讲, 国际大的能源机构预测二季度是需求低点, 随着夏季以及冬季取暖用油开始, 三、四季度全球油品需求将逐渐回升。

EIA 和 IEA 分别在 6 月月报中上调 09-10 年全球油品需求预期。预计最坏的时候正在过去, 全球油品需求将随着经济回暖逐渐复苏。

图 18: EIA 四个季度油品需求预测 (单位: 百万桶)



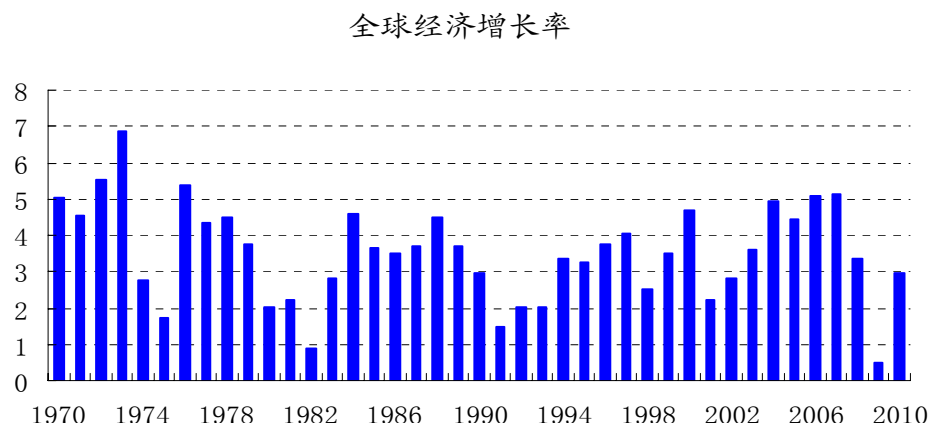
数据来源: EIA, 国泰君安证券

4.2. 2010 年展望: 经济复苏和单壳油轮退出的双重驱动

我们认为 2009 年将是油轮运输市场最糟糕的一年, 2010 年市场景气度将回升。主要驱动因素在于 2010 年全球经济的复苏和单壳油轮拆解将使得市场供需关系有所好转。

4.2.1. 2010 年需求将有所上升

图 19: IMF 预测全球经济 2010 年有所好转



数据来源: IMF, 国泰君安证券

图 20: IEA 上调 2010 年全球油品需求

需求 (百万桶/天)	2008				2009				2010				2008	2009	2010
	1st	2nd	3rd	4th	1st	2nd	3rd	4th	1st	2nd	3rd	4th			
OECD	48.7	47.1	46.5	47.7	46.8	44.7	45.2	46.7	46.6	44.6	45.1	46.7	47.5	45.8	45.8
US(50 States)	19.9	19.7	18.8	19.3	19.2	18.9	18.9	19.1	19.3	19.1	19.1	19.4	19.4	19	19.2
US Territories	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Canada	2.4	2.3	2.3	2.4	2.3	2.2	2.3	2.3	2.2	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3	2.2
Europe	15.2	14.9	15.4	15.4	14.8	14.2	14.5	14.9	14.6	14	14.3	14.8	15.2	14.6	14.4
Japan	5.4	4.6	4.3	4.9	5	4.2	4.3	4.7	4.9	4.1	4.2	4.6	4.8	4.6	4.5
Other OECD	5.6	5.4	5.3	5.5	5.3	5	5	5.4	5.3	5	5	5.4	5.4	5.2	5.2
Non-OECD	37.7	38.1	38.3	38.6	37.9	38.4	38.5	38.9	38.8	39.3	39.5	39.9	38.2	38.4	39.4
Former Soviet Union	4.4	4.3	4.3	4.4	4.4	4.3	4.3	4.4	4.4	4.3	4.3	4.4	4.3	4.3	4.3
Europe	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
China	7.7	8	8.1	8.2	7.9	8.2	8.2	8.4	8.2	8.4	8.5	8.6	8	8.2	8.4
Other Asia	9.2	9.3	9.1	9.4	9.1	9.2	9.1	9.3	9.2	9.3	9.1	9.4	9.2	9.2	9.2
Other Non-OECD	15.6	15.8	16	15.9	15.7	16	16.2	16.1	16.3	16.6	16.8	16.7	15.8	16	16.6
Total World Consumption	86.5	86.07	85.13	84.09	83.07	82.68	83.89	85.02	84.27	83.46	84.37	85.47	85.44	83.67	84.39

数据来源: IEA, 国泰君安证券

4.2.2. 单壳油轮退出将减少市场供给压力

我们预计单壳油轮在 2009-2010 年将会有大部分退出市场。根据我们的报告《油轮运输: 2010 年单壳油轮将拆解多少》中测算, 我们预期 2009-2010 年大约有 3700 万吨左右单壳退出市场。2010 年市场运力增速将从 2009 年 11% 下降到 5%。

表 3: 国泰君安预测 2009-2010 年油轮运力投放

单位: 百万载重吨	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 1-4 月	2009 年 E	2010 年 E
交付	28	29.8	26	30.7	36.1	18.2	58.1	51.3
拆解	8	4	3	3	4	1.5	11.1	25.9
其它方式增加		0.2		0.9				
其它方式减少	3.6	2.8	3.1	6.1	10.7	3.3	3.3	3.3
合计	320.2	343.4	363.3	385.6	407.4	420.8	451.1	473.2
增速	5.40%	7.20%	5.80%	6.10%	5.70%	3.30%	10.73%	5%

数据来源: 国泰君安证券

表 4: CLARKSONS 预测 2009-2010 年油轮运力投放

单位: 百万载重吨	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 1-4 月	2009 年	2010 年
交付	28	29.8	26	30.7	36.1	18.2	58.1	51.3
拆解	8	4	3	3	4	1.5	9.7	43.1
其它方式增加		0.2		0.9				
其它方式减少	3.6	2.8	3.1	6.1	10.7	3.3	3.3	
合计	320.2	343.4	363.3	385.6	407.4	420.8	452.6	461.5
增速	5.40%	7.20%	5.80%	6.10%	5.70%	3.30%	11.10%	2%

数据来源: CLARKSONS, 国泰君安证券

5. 09 年是业绩低点, 10-11 年业绩稳步回升

09 年是公司业绩低点: 公司 2009 年业绩主要由沿海煤炭运输业务、远洋油轮业务、内贸油轮业务、远洋杂货运输业务构成。从营运模式上考虑, 由于内贸油轮运输业务运价执行交通部运价, 各航线运价保持不变, 燃油附加费多少大约会对运价产生一定影响。这部分业务毛利及贡献利润相对稳定。

沿海煤炭业务、远洋油轮业务以及远洋杂货业务运价每年随市场不同而发生变化, 是公司业绩变化主要因素。2009 年全球经济危机导致远洋油轮运输需求骤降, 同时 2009 年油轮运输市场面临最大的运力投放, 供需关系恶化, 油轮运价持续下跌。1-6 月份 VLCC 船期租水平同比下降 50% 以上。

2009 年国内经济放缓导致煤炭运输需求减少, 沿海煤炭运输价格持续下跌。6 月 20 日秦皇岛运到上海的煤炭价格为每吨 26 元, 08 年最高价格为 125 元。下跌幅度为 79%。

2010 年经营环境将趋于好转, 运价回升带来业绩增长: 2010 年在需求回升, 供给缓和因素驱动下, 我们判断油轮运价将逐步回升; 预计国内经济在 2009 年下半年逐渐走出低谷, 2010 年在经济好转下运输价格将逐渐回升。沿海煤炭运输业务运价将稳步回升。

表 5: 2009-2011 年公司运力投放数据 (单位: 载重吨)

	2008	2009	2010	2011	2012
运力合计	760	1001.92	1189.32	1417.16	1589.96
增长		32%	19%	19%	12%
油轮	362	588	680	703	703
散货	398	443.92	546.92	804.92	1007.92
年交付量	28.98	271.92	187.4	227.84	172.8
油轮	23.25	226	92	23	
散货	5.73	45.92	103	258	203

数据来源：中海发展，国泰君安证券

表 6：2008-2010 年运价假设

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E
电煤合同基准价格	下降 3.35%	提高 14%	提高 40%	下降 39.2%	持平	持平
秦皇岛-上海	40 元左右	45 元	65-68 元左右	44 元		
秦皇岛-广州	58 元	60-65 元	90 元	54 元		
公司实际价格（元/吨千海里）	64.70	66.40	96.80	52.00	52.00	54.00
油轮运输价格（元/吨千海里）	41.8	33.9	44.8	28.0	36.4	40.0
增速	1%	-19%	32%	-38%	30%	10%

数据来源：中海发展，国泰君安证券

表 7：2009-2011 年业绩预测

主要财务数据	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入（百万）	6,487	8,700	9,772	12,687	17,562	11,617	14,494	17,076
同比%	#DIV/0!	34%	12%	30%	38%	-34%	25%	18%
经营利润（百万）	2,239	3,183	3,212	4,976	5,820	2,160	3,140	3,980
同比%	#DIV/0!	42%	1%	55%	17%	-63%	45%	27%
净利润（百万）	1,892	2,714	2,813	4,596	5,373	1,724	2,410	2,911
同比%	#DIV/0!	43%	4%	63%	17%	-68%	40%	21%
每股净收益（元）	0.57	0.82	0.85	1.38	1.58	0.51	0.71	0.85

数据来源：中海发展，国泰君安证券

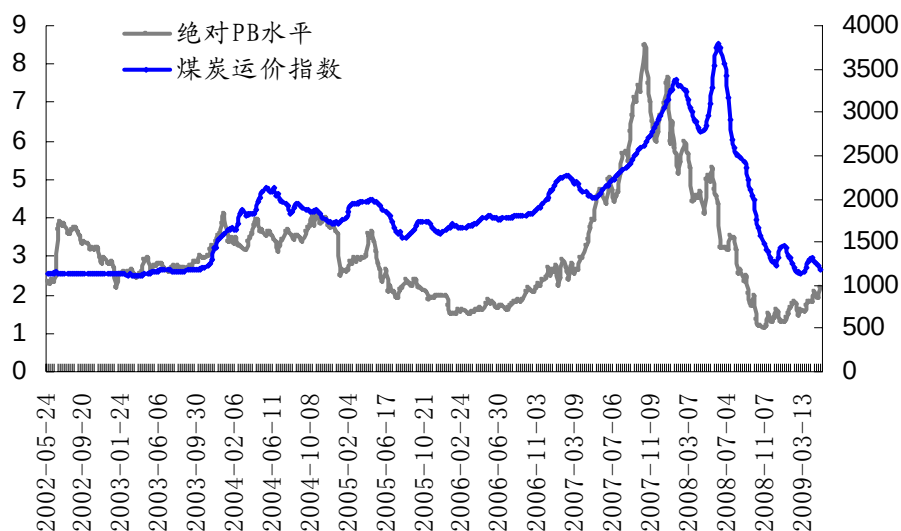
6. 估值处在低点，上调评级为“增持”

6.1. 市净率的绝对和相对水平处在历史低位

绝对估值水平处在历史相对低位：我们以 PB 作为估值指标。从绝对估值指标看，中海发展 2002 年上市以来，最高 PB 水平为 8.48 倍，时间点为 2007 年 10 月份；历史最低 PB 水平为 1.18 倍，时间点为 2008 年 11 月。估值水平的变化基本反映行业景气周期的变化，只是在时间上与行业周期略有一些时滞。比较明显的时滞出现在景气周期高点，公司估值在行业运价出现最高点之前的 5 个月出现了估值的最高点，然后公司估值水平开始回落。

目前公司 PB 水平在 2.12 倍左右，绝对估值水平较 2008 年 11 月最低点回升了将近一倍左右，行业运价方面仍然处在低位震荡。但是一方面市场整体估值水平开始回升带动公司估值水平回升；另一方面市场开始预期国内经济复苏带来行业景气回升，公司估值提前反映未来市场景气的变化。这与行业景气周期高点带来之前公司估值提前反映很类似。

图 21: 中海发展绝对估值水平与行业景气比较



数据来源: WIND 资讯, 国泰君安证券

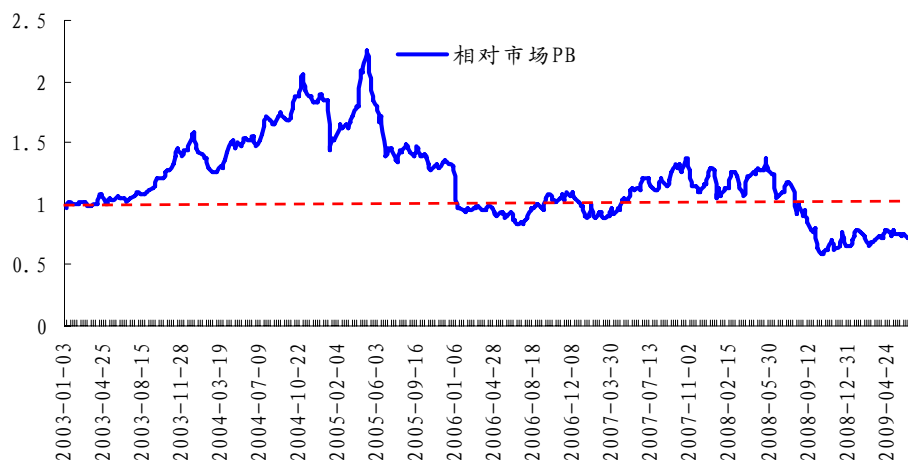
相对市场估值水平处在历史低位: 中海发展 7 月 2 日 PB 为 2.12 倍, 市场整体 PB 水平为 3.35 倍, 相对市场水平为 0.63 倍。中海发展 A 股上市以来相对市场 PB 水平区间为 0.56-2.07 倍, 其中 0.56 倍出现在 2008 年 10 月份, 是行业景气下行同时最悲观的时候, 2.07 倍出现在 2005 年 4 月份, 这个时候是行业景气 2003-2005 年景气周期的顶部。目前这个相对估值水平在中海发展 A 股上市历史中处于相对低位。

我们认为中国经济的最坏时期正在过去, 沿海煤炭运输和油轮运输行业最坏的时候正在过去。6 月份发电量开始回升, 预计随着经济复苏沿海煤炭运价将逐步回升。

随着夏季用油高峰到来, 6 月份油轮运价开始回升, 预计四季度夏季取暖用油将增加需求, 运价将继续回升; 展望油轮运输市场, 经济复苏和单壳油轮拆解使得我们看好 10-11 年油轮运输市场复苏。

我们预计行业景气回升将可以逐渐带动公司估值水平的回升。

图 22: 相对市场估值水平处在底部



数据来源: WIND 资讯, 国泰君安证券

结论: 绝对估值水平和相对历史市场估值水平处在历史低位。从公司目前所处行业景

气周期的阶段上，我们认为公司未来估值水平将随着景气逐渐复苏继续回升。目前相对较低的估值水平提供我们投资的安全边际。

6.2. 上调评级到“增持”

中海发展所经营的沿海煤炭运输、远洋油轮运输、远洋干散货运输都属于周期性业务，尽管公司采取与大客户谈判运价方式来降低公司业绩波动，但是公司谈判的运价要受到市场周期波动影响，导致公司业绩的波动性。周期性行业的投资逻辑非常简单：把握行业周期变化，预期行业周期向上时买入，行业周期向下时卖出。我们通过对公司所经营业务的行业背景进行的分析得出结论：09年是沿海煤炭运输市场、远洋油轮运输市场供需关系最糟糕的年度，预计2010年全球及国内经济复苏将带动行业景气回升。

7. 风险提示

风险一：沿海煤炭运价是否会反弹？我们判断随着发电量回升，沿海煤炭运输需求回暖，预计沿海煤炭运价将逐渐回升。但是目前沿海煤炭运价仍处在低迷状态，没有回升迹象。

风险二：2010年业绩增长主要来自远洋油轮运价的回升。如果全球经济复苏低于我们预期，同时单壳油轮退出速度较慢，则2010年公司远洋油轮运价的增长将低于我们假设的20%。公司业绩将低于我们的判断。

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，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券销售交易总部股票投资评级标准:

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。

国泰君安证券销售交易总部行业投资评级标准:

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。

国泰君安销售交易总部

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

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com