

中期预亏难挡股权增值

谨慎推荐 上调评级

分析师: 毛昂 邮箱: maoang@chinastock.com.cn 电话: 010-66568732

1. 事件

中海(海南)海盛船务股份有限公司发表修正业绩公告, 经公司财务部门初步测算, 预计公司 2009 年半年度归属母公司所有者的净利润将亏损 1400 万左右。业绩预告出现差异的原因, 受金融危机影响, 二季度国内沿海散货运输持续低迷, 国内沿海散货运输价格下降幅度超过公司当时的预期, 使得公司 2009 年半年度业绩出现亏损。具体数据将在 2009 年半年度报告中予以详细披露。

2. 我们的分析与判断

由于 2009 年初公司与主要客户海南电力公司和海南铁矿石公司签定的煤炭和铁矿石运输合同价格平均下调了 55% 左右, 并且运输数量几乎没有增加, 所以公司 2009 年主要业务经营业绩大幅度下降已经定局, 公司在一季度业绩仅仅 0.01 元, 同比大幅度下滑 95% 的基础上, 二季度继续出现亏损局面, 经营形势还是比较严重的。

我们认为, 由于全球经济继续不乐观, 国际海洋运输出现严重供大于求的状态, 以公司主要经营业务干散货海洋运输为例子, 2009 年全球干散货运输预测需求量为 32 亿吨, 同比仅仅增长 2% 左右, 大大低于 2004—2008 年年平均增长 6% 的水平, 相反, 干散货运输船舶供应方面, 2004-2008 年年平均增长 5% 水平, 但是 2009 年和 2010 年新投入供应的干散货新船舶将达到 6700 万载重吨和 11200 载重吨, 同比增长 16% 和 23%。

全球海洋干散货运输需求下滑, 而相应的船舶供应却大幅度增长, 已经国际海洋运输 BDI 价格指数出现大幅度下降, 虽然 2009 年 3 月初全球铁矿石谈判期间 BDI 出现比较大的反弹, 从年初的 663 点上升到 7 月初 3600 点左右, 2009 年平均将达到 3000 点左右比较的水平, 但是距离 2008 年平均的 6300 点还是大幅度下降了 53% 以上。

我们认为, 公司半年度亏损预报, 对公司 2009 年业绩影响较大, 但是主要影响还有以下几个因素:

(1) 2009 年上半年运输数量出现下滑的主要原因。公司主要用户是煤炭和钢铁用户, 2009 年国内五大电力集团公司与主要煤炭生产公司之间的煤炭价格谈判陷入僵局, 导致南方大批电力企业转而从国外进口煤炭, 而从印尼、南非、澳大利亚等地区大批进口煤炭后, 公司的沿海运输数量就显著减少, 而公司拥有的中小型散货船无法适应远洋运输的要求。同时导致上半年中国沿海运输散货船供应大大高于运输需求, 导致运输价格大幅度下降。导致公司经营陷入价跌量减的双重打击。

(2) 2009 年公司主要运输业务的运输煤炭合同价格比较 2008 年下降 56%、运输铁矿石合同价格比较 2008 年下降 58%, 对于公司经营收入将产生巨大的影响, 我们预计 2009 年公司主要业务收入将下降 40% 左右, 对于公司业绩影响巨大。

(3) 国家统计局统计数据, 6 月份电力需求已经同比增长了 3.6%, 结束了连续 6 个月同比下降局面, 国内电力需求已经开始恢复, 部分是消费升级导致电器需求上升, 部分是沿海工业开始逐步恢复, 这是一个良好的信号, 说明沿海的煤炭需求将逐步恢复上升局面, 公司下半年经营有望探底回升, 恢复一定的盈利水平。

(4) 二季度以来, 国际石油价格出现一定幅度的反弹, 石油需求缓慢恢复的导致国际煤炭需求逐步恢复, 导致国际海洋煤炭运输需求的开始恢复, 预计也将提升中国部分企业的煤炭需求。

(5) 钢铁、石化、电力行业的影响。公司主要运输业务是煤炭和铁矿石, 而煤炭需求与石油、石化和电力行业密切相关, 石油价格大涨——煤炭价格大涨——煤炭运输量大增, 第二产业增长——电力增长——煤炭需求增长——煤炭运输增长, 而基本建设、房地产、汽车、家电增长——钢铁增长——铁矿石需求增长——铁矿石运输增长。

(6) 二季度以来, 国际煤炭价格大幅度上升, 澳大利亚煤炭出口价格突破 70 美元/吨, 比较年初上升 20% 左右, 加上海洋运输 BDI 指数的大幅度上升, 导致远洋海运费用 15 美元/吨左右, 海外煤炭到岸价格平均已经达到 85 美元/吨, 折合人民币 600 元左右, 这样海外煤炭价格已经高于国内煤炭价格 5%-10%, 海外煤炭优势已经消失, 国内煤炭价格优势再次出现, 我们预计下半年沿海煤炭运输需求将显著恢复性上升, 进口煤炭将受到价格成本的限制而下降。对公司运输支持力度大大增加。

(7) 公司投资股权的支持。公司投资了一批招商证券等股权, 而该公司已经通过审批, 准备 IPO 股票上市, 一旦上市, 公司将获得巨大的股票增值的投资收益, 按照公司投资 6925 万股, 投资成本 8257 万, 预计该公司上市后价格将在 10 元以上, 公司投资增加价值将达到 6 亿元以上, 平均达到每股 1.00 元以上, 这将是对于公司业绩的巨大支持, 由于该公司已经在 2008 年获得审批通过, 该公司在 2009 年上市的可能性还是比较大的, 所以该公司在 2009 年能否上市将对公司业绩产生巨大影响。

3. 投资建议

我们认为, 受到钢铁、电力需求下降以及大量新船投入市场的影响, 公司 2009 年运输合同价格出现比较大程度的下降, 同时运输合同数量于 2008 年持平, 没有增长, 对 2009 年经营收入和利润影响巨大。

我们预计, 招商证券公司几乎肯定在 2009 年—2010 年上市, 我们将投资价值增长平均分配到两年, 预计 2009 年和 2010 年收入分别为 8.87 亿和 9.63 亿, 净利润分别为 3.73 亿和 4.82 亿, 2009 年-2010 年每股收益为 0.64 元和 0.83 元, 我们认为公司主要经营业绩将出现阶段性大幅度下降, 但是股权投资收益将大幅度增长, 2009 年和 2010 年 PE 将达到 16 倍和 12 倍。公司合理价格为 13 元。公司评级上调为“谨慎推荐”。

表 1: 公司业绩预测表

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
销售收入(百万元)	722.21	959.26	1172	887	963
增长率(%)	-0.62	32.82	22.18	-24.32	8.57
净利润(百万元)	158.68	263.99	136	373	482
增长率(%)	42.3	66.37	-48.48	174.26	29.22
摊薄 EPS(元)	0.35	0.59	0.23	0.64	0.83
PE(X)	29	17	43	16	12
PB(X)	4.3	4.1	4.0	3.8	3.5
ROIC	13.23%	21.31%	9.23%	19.23%	16.29%
总资产周转率	0.51	0.46	0.42	0.49	0.51

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

表 2: 2009 年秦皇岛港沿海散运价格 单位: 元/吨

日期	秦皇岛至广州	秦皇岛到上海
2008-12-31	41	37
2009-1-31	37	34
2009-2-25	35	28
2009-3-31	41	35
2009-4-29	41	32
2009-5-31	35	30

资料来源: 中贸网

表 3: 2009 年全球散货运输量预测 单位: 百万吨

货种	2007	2008	2009	增长率
铁矿砂	781	856	850	-0.70%
煤炭(含焦炭)	717	767	780	1.69%
其他矿石	267	277	280	1.08%
钢铁	220	233	228	-2.15%
谷物	236	244	250	2.46%
小宗散货	999	1024	1034	0.98%
总计	3220	3401	3422	0.62%

资料来源: 中贸网

表 4: 2008 年-2010 年全球散货船交付情况

单位: 艘/吨

年份	灵便型		大灵便型		巴拿马型		好望角型		Total	
	4 万载重吨以下		4~6 万载重吨		6~10 万载重吨		10 万载重吨以上			
	No.	DWT	No.	DWT	No.	DWT	No.	DWT	No.	DWT
2008	33	875315	38	2068173	8	619600	5	994800	84	4557888
2009	275	8291880	283	15846734	146	11937284	170	31646156	874	67722054
2010	266	8374485	327	18464341	273	22202545	301	53414658	1167	102456029
2011	198	6583034	240	13539952	209	17118484	197	36608320	844	73849790
2012+	95	3272762	59	3329820	99	7710670	97	20266734	350	34579986

资料来源: 中贸网

表 5: 全球散运新动力、煤炭出口稳健增长

单位: 百万吨

国家	2003	2004	2005	2006	2007	2008
澳大利亚	101	106.7	106.4	110.8	111.3	113.8
南非	70.3	63.7	71.9	67.7	66.3	64.3
印尼	90.1	105.9	129	175.5	190.5	197.5
俄罗斯	26.5	40.5	45	50.3	53.8	53.8
哥伦比亚	45.8	51.2	55.3	59.7	64.6	68.6
五强合计	333.7	368	407.6	464	486.5	498
全球出口量	448	483	507	544	566	581
五强占比	74.49%	76.19%	80.39%	85.29%	85.95%	85.71%

资料来源: 中贸物流网

表 6: 全球铁矿进口: 中国增长惊人 拉动需求上升

国家	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E
中国	148.1	208.1	275.2	326.3	383.6	430	493
日本	132.1	134.9	132.3	135.3	138.9	140.9	137
韩国	41.3	44.2	43.5	43.9	46.1	48.2	46
欧盟 15 国	112.1	118.8	122.5	126.9	127.9	129.9	126
总计	433.6	506	573.5	632.4	696.5	749	802
全球进口总量	517	587	661	724	788	839	881
四强合计占比	83.87%	86.20%	86.76%	87.35%	88.39%	89.27%	91.00%

资料来源: 中贸物流网 中国银河证券研究所

表 7: 全球铁矿出口: 澳大利亚巴西优势明显

地区	2003	2004	2005	2006	2007	2008
太平洋地区						
澳大利亚	187.6	209.8	239.3	248.4	267.2	303
印度	55	61.3	89.6	86.4	90.1	88
秘鲁	5.2	5.9	6.2	6.7	7	7.4
大西洋地区						
巴西	187	218.5	224.2	242.5	270.9	310
加拿大	20.2	20.7	19.7	21.3	22.9	23.7
瑞典	15.6	17.3	17.6	18.4	19.9	21.6
南非	24.1	22.4	25.8	26.2	30	32.7
毛里塔尼亚	9.6	11	10.6	10.7	10.8	10.7
总计	517	587	661	723	788	839
奥巴合计占比	72.46%	72.96%	70.12%	67.90%	68.29%	73.06%

资料来源: 中贸物流网

表 8: 全球散货数量: 即将进入投放高峰

单位: 艘

指标	灵便型	大灵便型	巴拿马型	好望角型
现有规模	2715	722	1575	832
当月拆解量	18	1	7	0
2009 年交付	243	276	141	184
2010 年交付	194	293	252	315
2011 年交付	170	190	185	166
手持订单	72	43	70	58
2013 年后交付	7	7	20	13
2014 年后交付	0	0	4	1
合计	686	809	672	737

资料来源: 中贸物流网

表 9: 全球散货船新增规模: 未来三年惊人增长

年份	灵便型		大灵便型		巴拿马型		好望角型		Total	
	4 万载重吨以下		4~6 万载重吨		6~10 万载重吨		10 万载重吨以上			
	No.	DWT	No.	DWT	No.	DWT	No.	DWT	No.	DWT
2008	33	875315	38	2068173	8	619600	5	994800	84	4557888
2009	275	8291880	283	15846734	146	11937284	170	31646156	874	67722054
2010	266	8374485	327	18464341	273	22202545	301	53414658	1167	102456029
2011	198	6583034	240	13539952	209	17118484	197	36608320	844	73849790
2012+	95	3272762	59	3329820	99	7710670	97	20266734	350	34579986

资料来源: 中贸物流网

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

行业公司覆盖范围：

600009 上海机场、600004 白云机场、000089 深圳机场、600897 厦门空港
601111 中国国航、600029 南方航空、600015 东方航空、600591 上海航空
600221 海南航空、000099 中信海直、600270 外运发展、600125 铁龙物流
601006 大秦铁路、601333 广深铁路、600087 长航油运、601919 中国远洋
600026 中海发展、601872 招商轮船、601866 中海集运、600896 中海海盛
600428 中远航运、600798 宁波海运、600692 亚通股份、600561 长运股份
600611 大众交通、600662 强生控股、600834 申通地铁、600326 西藏天路
600878 中储股份

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908