

水路运输 II

2009 年 8 月 26 日

中海发展(600026) 当前股价: 12.91 元 目标价: 17.00 元

——上半年为业绩低谷，未来逐步向好

投资要点:

☆ 公司上半年凭借良好的客户关系、规模优势，在内贸油品运输领域表现出色，也是公司各类业务中表现最好的，在运量萎缩的情况下，实现了运价的上涨。

☆ 09 年下半年为公司油轮交付的高峰期，截至 6 月 30 日，公司油轮运力为 404 万载重吨，到年底，油轮运力将达到 600 万载重吨。

☆ 公司相对看好 10 年的油品运输市场。

☆ 公司和中石化签订的原油运输协议进一步降低了公司的经营风险。

☆ 上半年，公司沿海煤炭运输量价齐跌，为公司业绩低于预期的重要原因。

☆ 公司也认为，10 年的干散货运输市场面临较大的压力，干散货运输行业的暴利时代已经结束。

☆ 预计 09 年-10 年业绩为 0.45 元和 0.77 元。未来，随着经济进一步复苏，10 年的沿海煤炭合同运价较 09 年会出现上升，且相对于散货和集装箱运输，我们也更看好 10 年的国际油品运输，公司当前的业绩对应的基本是行业景气程度最差时的业绩，未来业绩面临较大的成长空间。而且，远洋油品运输和干散货运输是公司未来重点业务方向，这两类业务均有相关协议控制经营风险，公司的财务状况也非常稳健。维持“推荐”评级。未来 6 个月目标价格 17 元，公司股价上涨的推动因素为四季度沿海散货运价的上涨以及国际油品运价的上涨。

研究员: 余建军

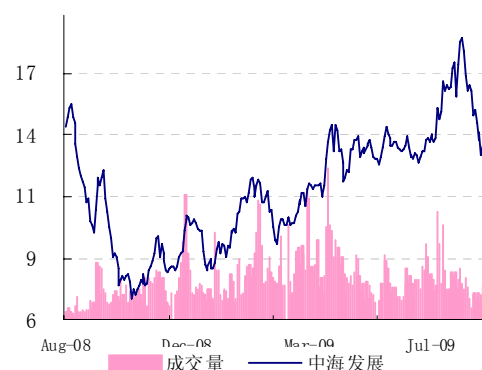
电 话: 025-84457777-218

E-mail: yujjx@hotmail.com

地 址: 南京市，中山东路 90 号

投资评级: 推荐（维持）

股价走势图



相关研究

中海发展-运力进入密集投放期

2009/05/19

油轮运属现状和运输前景

09年上半年，公司实现油品运输周转量 559.6 亿吨公里，增长 11.7%，实现营业收入 23.9 亿元，同比下降 19.7%。其中，国内油品运输收入 12.1 亿元，国际油品运输收入 11.8 亿元。内贸油品运输收入成为公司上半年业绩的亮点，尤其是内贸原油运输实现 10 亿元收入，在业务量下滑 12.3%的情况下，收入仅下滑了 0.7%，依靠和客户良好的合作关系以及良好的服务水平和能力，公司内贸油品运输运价实现了大幅增长。沿海内贸油品运输市场相对封闭，运输价格主要依据国家的运价政策，受到国际市场运价波动影响较小。而且，和煤炭沿海运输市场份额的逐年下滑不同，公司的内贸油品运输仍然占 60%以上的市场份额，对于公司运价的稳定起到重要的保障作用。

09年下半年为公司油轮交付的高峰期，截至 6 月 30 日，公司油轮运力为 404 万载重吨，到年底，油轮运力将达到 600 万载重吨，还有 300 万载重吨的运力正在建造。对于大规模的运力投放，部分将会用于替代单壳的老旧油轮。

对于未来油轮运输市场，公司的看法是：10 年的市场会好于 09 年，主要由于：1、10 年的单壳油轮接近报废期限，存在大量快速报废的可能；2、在经济复苏前景下，对于能源的消耗会恢复增长；3、由于部分订单推迟交付或者撤销，10 年的运力增速比原来预期的要低。对于下半年的油品运输市场，公司也认为基于传统旺季的原因，四季度会出现运价的反弹。这和我们此前在月度跟踪报告中的观点基本一致，10 年的运力供需差距较 09 年会明显缩小，市场运价将会有较明显回升。

8 月上旬，根据 06 年和中石化签订的运输协议的回顾条款，公司和中石化签订了 VLCC 运输的补充协议，根据协议，从 6 月份起，对原来的定价机制作了调整，预计保底点数为 WS45 点，而且，对于开始分成的点数也作了大幅上调，预计在 WS190 点左右。根据 09 年新的 WS 点数计算方法，对于一艘 1 亿美元造价的 VLCC，其盈亏平衡点在 38-40 点，因此，新的运价协议基本保证了公司的 VLCC 不会产生经营上的亏损。此外，根据协议，公司每增加一艘 VLCC，中石化将提供 100-200 万吨的原油运量。未来，除了中东到远东的原油运输外，公司还可以参与中石化其他地区的原油运输。在公司 VLCC 运力迅速增长以及油品运输市场低迷的情况下，运力补充协议的签订大大降低了公司的经营风险。

干散货运输市场现状和前景

09年上半年，公司干散货运量 456.8 亿吨海里，同比下降 28.2%，实现营业收入 17.14 亿元，同比下滑 67.2%。上半年，国内沿海电煤运输需求不足，运力过剩导致竞争激烈，受

到了进口煤炭的冲击，沿海煤炭运输价格大幅下滑，下滑幅度在 60-70%。沿海煤炭运输仍是公司干散货运输收入的主要来源，上半年占 72%。

公司认为，下半年，煤炭运输预计仍然延续上半年的势头，但是，由于国内经济的逐步复苏，煤炭运输需求有望逐步回升，总体而言，10 年的沿海煤炭运输市场要好于 09 年。而且，BDI 的总体水平较年初运价谈判时有了较大幅度上涨，也有利于下一年度的运价谈判。对于 10 年沿海运价走势，我们仍维持 7 月份月度跟踪报告中的观点：由于需求回升，运价会有所上涨，但由于运力过剩，幅度不会很大。

和国内其他的干散货运输商一样，由于上半年国际干散货市场明显好于国内沿海市场，公司加大了对国际市场的运力投放比例，上半年，公司有 20-30%的运力从事国际市场的运输。公司将根据市场情况灵活调整运力分配。

对于未来的干散货市场，公司认为由于上半年船舶的推迟交付，实际运力增长只有 2%左右，而下半年，运力增速将会达到 6%左右，市场面临较大的压力。和我们的判断基本一致。而且，公司认为，未来 2-3 年，国际干散货市场的运价（BDI）的平均值在 2500-3500 点，干散货市场的暴利时代已经结束，短期基本不存在回到 4000 点以上的可能。

公司当前有干散货运力 396 万载重吨，下半年还将交付 40 万载重吨，10 年和 11 年交付 103 万和 258 万载重吨，未来，超大型矿砂船（VLCC）将是公司交付的主力运力，2012 年之前有 15 艘 VLCC 交付，和国内钢厂采取协议包运方式运输矿石。

在 VLCC 和 VLCC 快速投用的情况下，公司的远洋战略进入加速阶段。

液化天然气船将获得稳定收益

LNG 运输对于公司来讲是新业务，根据国家安排，未来公司主要负责长江以北的液化天然气运输，公司和中石油组建了合资的 LNG 运输公司。近期，中石油签约购买澳大利亚 410 亿美元的天然气，未来将给公司的 LNG 业务提供稳定的货源。液化天然气运输属于资金技术密集型行业，公司从事该业务，未来将获得稳定的收益。

维持“推荐”评级

根据公司中期业绩以及对未来行业走势，我们调整了公司 09 年-10 年业绩，原来预计为 0.65 元和 1.05 元，现调整为 0.45 元和 0.77 元，调整的主要理由为：国际油品运输市场

低迷持续时间超出预期；国内沿海煤炭运输价格和数量低于预期。公司最主要的两类业务（沿海煤运和国际油品运输）当前基本都处于谷底，未来，随着经济进一步复苏，10年的沿海煤炭合同运价较09年会出现上升，且相对于散货和集装箱运输，我们也更看好10年的国际油品运输，公司当前的业绩对应的基本是行业景气程度最差时的业绩，未来业绩面临较大的成长空间。而且，远洋油品运输和干散货运输是公司未来重点业务方向，这两类业务均有相关协议控制经营风险，公司的财务状况也非常稳健，公司管理层也会根据行业状况，抓住进一步发展的良机，公司的成长空间十分广阔。因此，我们维持“推荐”评级。未来6个月目标价格17元，公司股价上涨的推动因素为四季度沿海散货运价的上涨以及国际油品运价的上涨。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3141	1691	1868	2003
现金	1858	1000	1000	1000
应收账款	697	348	456	527
其它应收款	137	70	91	105
预付账款	89	66	75	87
存货	272	164	188	218
其他	88	44	57	66
非流动资产	26787	32692	37662	41885
长期投资	1633	1635	1638	1641
固定资产	13622	21553	26447	30990
无形资产	14	11	7	7
其他	11518	9494	9571	9248
资产总计	29928	34383	39530	43888
流动负债	1834	5736	8511	10570
短期借款	778	4601	7438	9402
应付账款	529	328	376	436
其他	527	807	696	732
非流动负债	6546	6590	6650	6648
长期借款	5529	5529	5529	5529
其他	1017	1061	1121	1119
负债合计	8380	12326	15161	17219
少数股东权益	194	194	194	194
股本	3405	3405	3405	3405
资本公积	4121	4121	4121	4121
留存收益	14284	14797	17109	19410
归属母公司股东权益	21354	21863	24175	26475
负债和股东权益	29928	34383	39530	43888

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	6049	3072	4317	5028
净利润	5376	1535	2619	2824
折旧摊销	1039	1012	1432	1780
财务费用	62	177	348	468
投资损失	-548	-2	-3	-3
营运资金变动	237	422	-139	-40
其它	-118	-72	60	-2
投资活动现金流	-6133	-6806	-6400	-6000
资本支出	6888	6800	6400	6000
长期投资	-10	8	3	3
其他	746	2	3	3
筹资活动现金流	894	2876	2083	972
短期借款	267	3823	2837	1964
长期借款	1974	0	0	0
普通股增加	79	0	0	0

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	17562	8710	11398	13168
营业成本	11115	6551	7529	8715
营业税金及附加	332	165	215	249
营业费用	38	17	23	26
管理费用	257	131	171	198
财务费用	62	177	348	468
资产减值损失	100	0	0	0
公允价值变动收益	-183	0	0	0
投资净收益	548	2	3	3
营业利润	6023	1672	3115	3516
营业外收入	422	200	200	200
营业外支出	12	0	0	0
利润总额	6433	1872	3315	3716
所得税	1057	337	696	892
净利润	5376	1535	2619	2824
少数股东损益	3	0	0	0
归属母公司净利润	5373	1535	2619	2824
EBITDA	7124	2860	4895	5764
EPS (元)	1.58	0.45	0.77	0.83

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	38.4%	-50.4%	30.9%	15.5%
营业利润	21.6%	-72.2%	86.3%	12.9%
归属于母公司净利润	16.9%	-71.4%	70.6%	7.9%
获利能力				
毛利率	36.7%	24.8%	33.9%	33.8%
净利率	30.6%	17.6%	23.0%	21.4%
ROE	25.2%	7.0%	10.8%	10.7%
ROIC	20.5%	5.0%	7.7%	7.6%
偿债能力				
资产负债率	28.0%	35.8%	38.4%	39.2%
净负债比率	76.97%	85.43%	87.51%	88.46%
流动比率	1.71	0.29	0.22	0.19
速动比率	1.56	0.27	0.20	0.17
营运能力				
总资产周转率	0.66	0.27	0.31	0.32
应收账款周转率	28	17	28	27
应付账款周转率	22.43	15.30	21.39	21.46
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	1.58	0.45	0.77	0.83
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.78	0.90	1.27	1.48
每股净资产 (最新摊薄)	6.27	6.42	7.10	7.78
估值比率				

资本公积增加	1778	0	0	0	P/E	8.42	29.48	17.28	16.02
其他	-3204	-947	-755	-991	P/B	2.12	2.07	1.87	1.71
现金净增加额	779	-858	0	0	EV/EBITDA	7	17	10	8

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	17562	8710	11398	13168
同比(%)	38%	-50%	31%	16%
归属母公司净利润	5373	1535	2619	2824
同比(%)	17%	-71%	71%	8%
毛利率(%)	36.7%	24.8%	33.9%	33.8%
ROE(%)	25.2%	7.0%	10.8%	10.7%
每股收益(元)	1.58	0.45	0.77	0.83
P/E	8.42	29.48	17.28	16.02
P/B	2.12	2.07	1.87	1.71
EV/EBITDA	7	17	10	8

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现15%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~15%;

观望：市场表现-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。