

中海发展 (600026.SS/01138.HK)

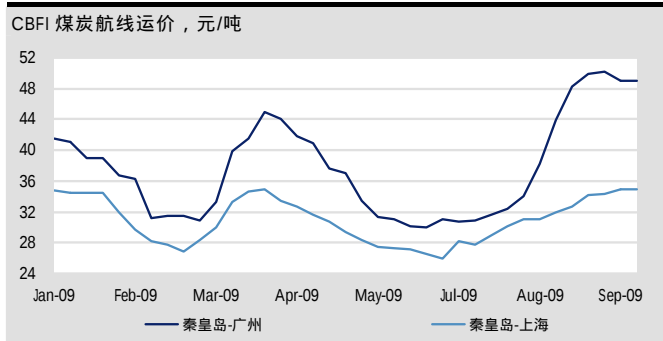
煤炭运价回升有利2010年谈判

Rmb12.42	增持 维持	动态更新
HK\$10.32	增持 维持	动态更新
V 王志霖 W 886.2.2181.8730 X stephen.wang@kgi.com.tw		V 张家麟 (Coordinator) W 86.21.6125.8685

- 冬季取暖用煤将再次推高沿海煤炭运价，公司 2010 年沿海煤炭 COA 运价至少与今年持平
- 内贸油运运价几乎不受国际市场影响，内贸油运成 2009 年亮点
- VLCC 签有保底价，目前运价已反映最坏情形

煤炭运价回升有利 2010 年谈判

6 月初至今，中国沿海散货运输市场持续好转，沿海煤炭运价上涨，其中秦皇岛至上海、秦皇岛至广州煤炭运价由 27 元/吨、30 元/吨上涨至 35 元/吨、49 元/吨，涨幅分别达到 30%和 63%。夏季用煤高峰、中国经济恢复和进口煤炭减少是沿海煤炭运价上涨的主要原因。目前沿海煤炭市场运价均价约为 42 元/吨，公司 2009 年 COA 均价约为 45 元/吨，两者差距不足 10%。我们相信，在进口煤炭价格优势消失的背景下，冬季取暖用煤将再次推高沿海煤炭运价。我们相信市场运价的持续上涨将有利于公司签订 2010 年 COA 合同价。虽然现在预计明年运价为时尚早，但相信运价至少与今年持平，公司 2010 年 30%的收入基本锁定。如四季度沿海煤炭运价环比上升超过 30%，公司 2010 年 COA 合同价有上涨的可能。

图一：沿海煤炭运价回升

资料来源：wind 信息及凯基证券集团整理

内贸油运小幅增长

1-8 月，公司内贸油运完成 2,462.4 万吨，同比增长 4.6%，实现收入 16.2 亿元，同比增长 9.6%，平均运价为 132.2 元/千吨海里，同比增长 6.2%。内贸油运成为公司 2009 年亮点。一方面公司在国际油运价格低迷的情况，将外贸船拉回国内，从事内贸运输，增加了运量。另一方面，中国内贸油运运价是参照 2002 年交通部指导价，几乎不受国际市场影响。

图二：内贸油运成亮点

2009年1-8月收入	收入		单价	
	(百万元)	增减 (%)	(元/千吨海里)	增减 (%)
内贸 油运	1,618	9.6	132	6.2
煤运	1,644	(68.2)	50	(50.3)
杂运	174	(62.5)	40	(51.5)
内贸合计	3,437	(51.6)	69	(32.7)
外贸 油运	1,619	(38.7)	25	(46.7)
煤运	144	(13.7)	31	(45.4)
杂运	382	(73.7)	18	(65.0)
外贸合计	2,145	(49.6)	24	(51.5)
运输合计	5,582	(50.9)	40	(45.3)

资料来源：公司公告及凯基证券集团整理

VLCC 收入有保障

目前，TD3航线市场运价只有WS35点，不少从事现货运输的船舶处于亏损，而公司已与中石化(600028.SS, Rmb11.33, 未评级/00386.HK, HK\$6.83, 未评级)签订运价协议，VLCC保底价点为45点，上限为190点。公司VLCC保底价远高于市场运价，亦高于上半年平均40点的运价水平。中石化还承诺，公司每增加一艘VLCC，将提供100-200万吨的货载量。上半年，公司共有VLCC 5艘，下半年及2010年分别增加5艘和2艘。除沿海煤炭、内贸油运外，VLCC亦加入到稳定公司收入的行列。

公司评价与投资建议

我们维持公司财务预估，2009 年和 2010 年分别为 0.50 元和 0.68 元，重申对 A 股的「增持」评级，给予 A 股 12 个月目标价 16.90 元，相当于 2009 年 2.5 倍的估值水平。鉴于 A 股与 H 股市场的差异，我们给予 H 股较 A 股 30%的折价，12 个月目标价 13.4 港元，维持「增持」评级。在行业最差的 2009 年上半年，公司 ROE 仍达到 5.85%（年化）。公司国内煤运、国内油运、国际原油 VLCC 运输都能保持盈利。如经济恢复，我们相信公司 ROE 可提升至 10%左右。公司目前 PB 仅为 1.8 倍，具有较高的安全边际和投资价值。

中海发展 A 股股价评估

至12月31日	主营收入	主营利润	营业利润	EBITDA	净利润	每股盈利
	(百万元)	(百万元)	(百万元)	(百万元)	(百万元)	(元)
2008A	17,562	6,115	5,720	6,759	5,373	1.58
2009F	10,216	2,212	1,977	2,939	1,707	0.50
2010F	15,182	3,062	2,712	4,025	2,305	0.68
2011F	19,737	4,217	3,763	5,425	3,076	0.90
至12月31日	EV/Sales	EV/EBIT	EV/EBITDA	市盈率	EV/Inv. C	净资产回报率
	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(%)
2008A	4.4	13.4	16.8	13.5	2.7	28.7
2009F	4.8	25.0	11.4	24.8	1.5	7.7
2010F	3.4	18.9	16.8	18.3	1.4	9.6
2011F	2.6	13.9	12.7	13.7	1.3	11.7
产业	运输			52 周股价 (低/高):	6.6 - 18.6	
12个月目标价 (人民币元)	16.90			市值 (十亿元/美金百万):	42/5,873	
上涨/下跌空间 (%)	36.1			流通在外股数 (百万股):	3,405	
上涨空间排名 (percentile, %)	91			不受大股东掌控股数 (百万股):	1,826	
股利收益率-12/09估 (%)	0.8			外资持有股数 (百万股):	1,296	
每股净值-12/09估(人民币元)	6.8			3 个月平均日成交量 (百万股):	21	
价格每股净值比-12/09估 (x)	1.8			股价绝对表现 % (3, 6, 12个月)	-6.6; 15.5; 3.6	
净负债比率-12/09估 (%)	30.7			股价相对表现 % (3, 6, 12个月)	-5.8; -8.6; -21.3	

中海发展 H 股股价评估

至12月31日	主营收入	主营利润	营业利润	EBITDA	净利润	每股盈利
	(Rmb百万元)	(Rmb百万元)	(Rmb百万元)	(Rmb百万元)	(Rmb百万元)	(Rmb)
2008A	17,214	6,104	6,104	6,104	2,631	0.77
2009F	9,691	2,086	1,853	2,690	1,578	0.46
2010F	14,657	3,134	2,782	3,707	2,323	0.68
2011F	19,212	4,471	4,009	5,139	2,323	0.96
至12月31日	EV/Sales	EV/EBIT	EV/EBITDA	市盈率	EV/Inv. C	净资产回报率
	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(%)
2008A	2.0	5.7	5.7	13.2	1.4	14.1
2009F	4.1	21.6	14.9	22.0	1.3	7.1
2010F	2.9	15.3	11.5	15.0	1.3	9.7
2011F	2.2	10.5	8.2	10.7	1.1	12.4
产业	运输			52 周股价 (低/高):	4.5 - 13.1	
12个月目标价 (港币元)	13.4			市值 (十亿元/美金百万):	13/1,695	
上涨/下跌空间 (%)	31.4			流通在外股数 (百万股):	1,296	
上涨空间排名 (percentile, %)	81			不受大股东掌控股数 (%):	53.6	
股利收益率-12/09估 (%)	1.0			主要股东 (%):	China Shipping Group 46	
每股净值-12/09估(人民币元)	6.7			3 个月平均日成交量 (百万股):	14	
价格每股净值比-12/09估 (x)	1.5			股价绝对表现 % (3, 6, 12个月)	6.1; 28.3; -22.1	
净负债比率-12/09估 (%)	23.4			股价相对表现 % (3, 6, 12个月)	12.2; -16.7; -35.8	