

中海发展

600026

增持/ 首次评级

股 价	2009/10/20
RMB13.73	

基础数据

总股本（百万股）	3405
流通 A 股（百万股）	2109
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	28950

财务数据

市净率 (X)	2.23
TRACING P/E (X)*	16.68
EPS（元）	0.18
股息率（%）	2.18

*最近四季盈利计算。

相关研究

分 析 师
范倩蕾
 +0755-82364417
 fanql@lhqz.com

“中国需求”的物流环节

经营预测与估值	2008A	2009H1	2009E	2010E
营业收入(百万元)	17562.0	4215.6	9802.9	13131.8
(+/-%)	38.4	-54.7	-44.2	34.0
归属母公司净利润(百万元)	5373.0	613.6	1297.2	2288.4
(+/-%)	16.9	-80.7	-75.9	76.4
EPS(元)	1.58	0.18	0.38	0.67
P/E(倍)	8.7	76.2	36.0	20.4

■ 中海发展的业务与中国的能源需求紧密相关：沿海煤炭和油运受到内需增长的推动，而远洋油运与散货运输亦以中国需求为客户主体。不同于业内部分船东，其并不追求业务的高贝塔和经营的激进性，而遵循着稳健的经营策略。因此，相比将其归类为航运市场的冲浪者，与其他高贝塔企业加以比较，我们更倾向于将其归类为“中国需求”的物流环节，来探讨对其投资的逻辑。

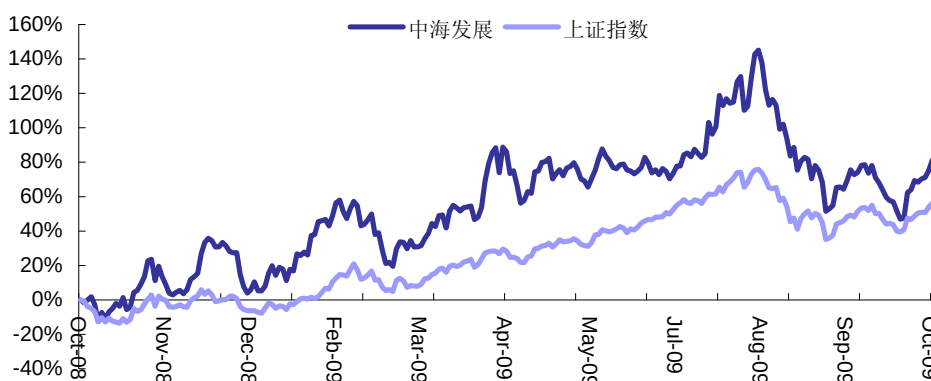
■ 除了远洋油运业务，其在最主要利润来源的业务板块沿海煤炭、沿海油运、和远洋散货领域，均以各种方式锁定了风险。而没有锁定的远洋油运领域，恰是市场预期中最有上行潜力的子行业。

■ 我们认为中海发展所涉及的子业务运价在 2010 年的下行可能性均不大，而其自身运力的有力扩张将推动其盈利的增长。同时，在运价相对低迷和震荡较大的市场中，我们认为而其经营策略将为其增加投资价值。

■ 在短期范围内，我们认为沿海煤炭运价可能在四季度因煤炭供给增加和旺季因素有所回升。这将有助于市场提升对其收益水平和 2010 年 COA 合同价格的预期。

■ 我们预测中海发展 2009 和 2010 年的 EPS 分别为 0.38 元和 0.67 元。其目前的股价对应的 10 年 PE 为 20.5 倍。我们鉴于我们在业绩预测中所采用的较保守的运价估计，以及其业绩增长的确定性，这样的估值水平仍具吸引力。我们对中海发展首评以“增持”评级。

最近 52 周股价表现



目 录

投资要点.....	3
行业发展要点.....	4
沿海煤炭运输：四季度运价具上升空间	4
沿海油运：市场空间具增长潜力	7
远洋油品：等待复苏的时机	7
远洋散货：趋势性上升面临压力	10
公司业务及经营策略.....	13
业务构成.....	13
经营策略.....	13
竞争优势.....	15
沿海煤运：COA 在弱市中的意义相当积极	15
沿海油品：利润可观，后继有“力”	16
远洋散货：分享“国运”红利.....	17
远洋油运：高贝塔留在最有上行预期的行业	18
财务模型.....	19
收入预测.....	19
营业成本.....	21
财务报表.....	22
敏感性分析	23
运价敏感性分析	23
燃油价格敏感性分析	23
潜在催化.....	24
沿海煤炭供应恢复，运价上升.....	24
沿海 COA 新合同签订.....	24
国家出台淘汰老船政策	24
远洋油运价格回暖.....	24
沿海油运价格上调.....	25
潜在风险.....	26
主要结论.....	26
行业估值.....	27

投资要点

A股投资者普遍认同的航运业的投资策略是“高 β ”。这样的公司最容易得到大家的青睐：业务结构单一 + 激进的经营策略 + 一个预期高收益的子行业。鉴于A股投资者的风险偏好、航运业本身的周期性，以及中国上市船东的破产风险几乎为零，这样的投资偏好无可厚非。

但是，我们认为，有三个因素的存在，使我们或者可以接受对航运业投资的其他思路。这两个原因是：1）航运的此轮大牛市其实已经一去不复返（这也许是很多投资者难以接受的事实）；2）弱市的震荡行情中很少有研究员能长期准确的看准行业的走势；3）震荡的运价行情很难转化为确定的业绩。在子行业收益具有不确定性的市场，追求高 β 可能会将投资变得更像是一场赌博。

我们认为，中海发展就是这样一个符合“另一种思路”的航运业投资选择。事实上，中海发展因其策略和发展思路的迥异，使得我们更愿意把它定义为“‘中国需求’的物流环节”，而不是一个单纯的市场浮沉中冲浪的航运公司。

中海发展在其最主要四块业务——国内煤运、国际散货、国内/外油运领域内的三块——国内煤运、国际散货和国内油运子行业，自发或被动锁定了业务的风险和收益；而可能是由于客观条件的限制，唯一没有完全锁定风险的远洋油运，恰好是未来1-2年内最具有上行潜力的子行业板块。

我们推荐中海发展，其逻辑很明了：从其所经营的各个子行业来看，未来的任何一个时期与现在相比，都不会存在更大的下行风险；而从时点的选择上来看，目前这个远洋油运低迷的时刻投资，一定远好于远洋油运开始复苏以后再介入。

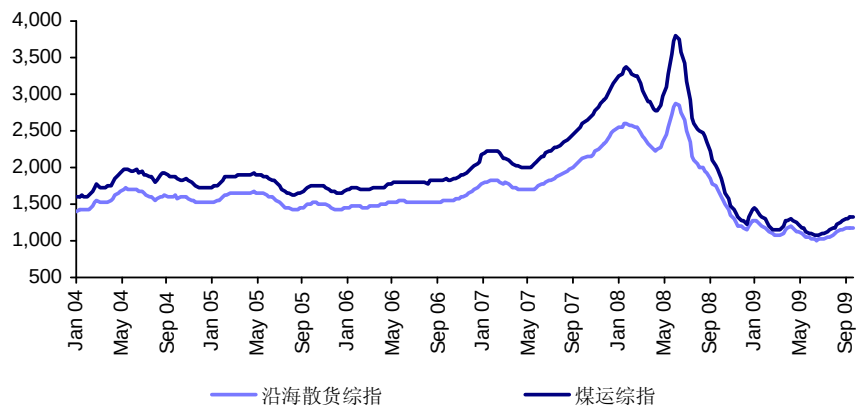
从其在投资组合中的存在意义来看，中海发展将自身的经营紧紧的与“中国需求”相捆绑，其经营战略着眼于在一个不确定性巨大的行业中追寻确定性的收益。其意义正如“中国需求”在全球经济发展充满不确定的环境中，为投资者提供一些确定性的投资标的。因此，我们认为，如果投资者拥有一个以“中国需求”为投资主题的投资组合，中海发展一定应该存在于这个组合之中。

行业发展要点

沿海煤炭运输：四季度运价具上升空间

中国沿海煤炭运输市场在经历了上半年进口煤炭激增所带来的过度低迷，在三季度中旬脱离了亏损运价区域。我们认为，目前的沿海煤运从结构上看，基本反映了现阶段中国沿海市场的正常供需关系。

图1、 沿海散货运指

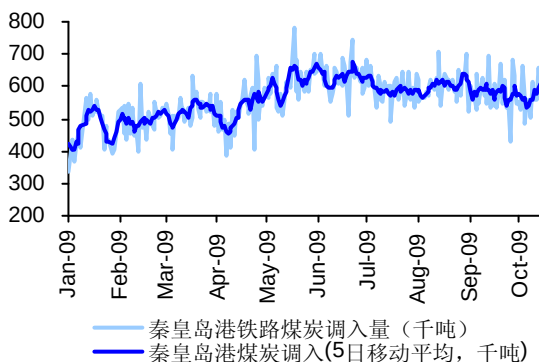


数据来源：上海航运交易所，联合证券研究所

短期运价受煤炭供应不足供应压制

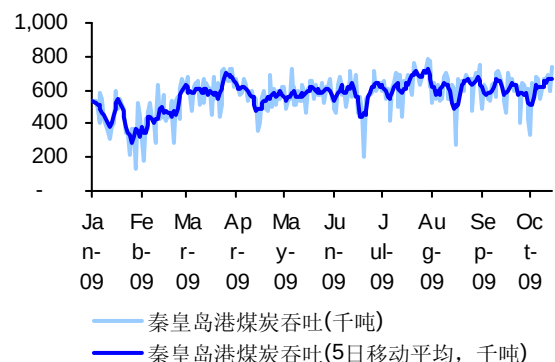
我们认为短期的沿海煤炭运价因受到煤炭供应不足的压制，呈现较弱的走势。因国庆因素，部分煤矿关闭造成秦皇岛港调入量不足，而下游需求未见减弱，秦皇岛港煤炭库存持续降低。截至 2009 年 10 月 15 日，秦皇岛港库存已低于 400 万吨，明显低于 6-700 万吨的正常水平。

图2、 秦皇岛港煤炭日调入（千吨）



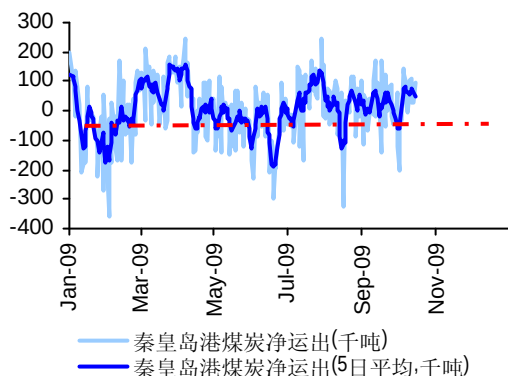
数据来源：Sxcoal，联合证券研究所

图3、 秦皇岛港煤炭日吞吐（千吨）



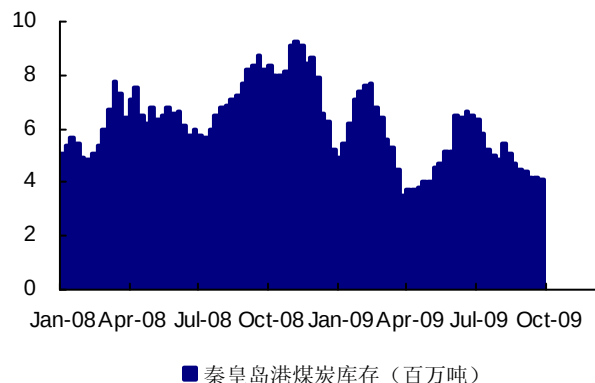
数据来源：Sxcoal，联合证券研究所

图4、 秦皇岛港煤炭净运出（千吨）



数据来源: Sxcoal, 联合证券研究所

图5、 秦皇岛港煤炭库存（百万吨）



数据来源: Sxcoal, 联合证券研究所

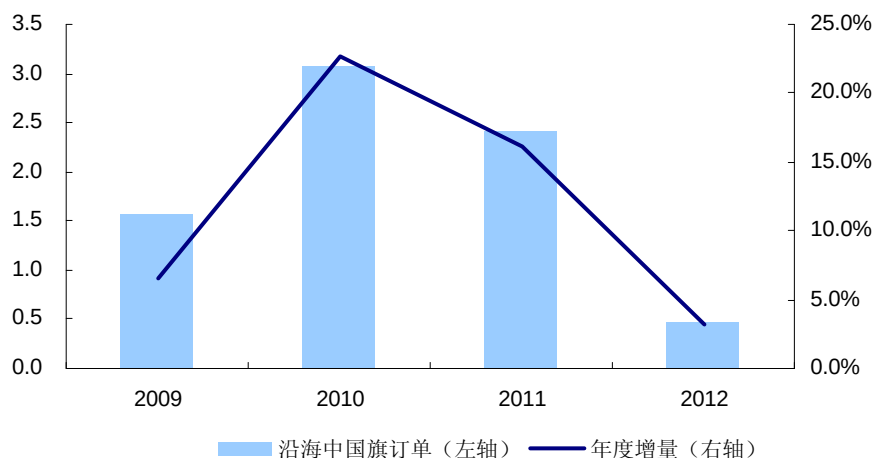
我们认为煤炭供应的不足造成了海煤运市场严重的需求不足。据航运交易所，目前在港口锚地等货船舶有所增加。我们认为，大秦线大修结束及煤炭供应恢复后，沿海煤炭运价应得到合理提升。

2010 年市场无明显供需错位

我们认为在 2010 年经济好转、需求向好的前提下，沿海火力发电对煤炭的需求将有稳步增长。联合证券电力研究预测 2010 年沿海火力发电量增量在 5% - 10%之间，我们认为这样的需求增长可消解新增运力对市场的冲击。运价方面，09 年二季度所触及的低点已是自 02 年以来前所未及。我们认为沿海煤炭运价在需求的支撑和 BDI 走势的压力之下，在 2010 年的上、下行风险可能皆不大。

3-5 年内沿海散货供需将呈现动态平衡的局面

图6、 我国船东现有五星旗订单（60000 吨以下，百万载重吨）



数据来源: Clarkson, 联合证券研究所

按照中海发展 2008 年 300-350 万载重吨沿海运力，沿海市场份额 27%估

算，我们推算沿海市场的运力规模大约在 1100 万吨至 1300 万吨之间，市场运输需求则在 2.5-3 亿吨之间

观察 Clarkson 的订单情况，由中国船东订造的五星旗散货船，运力在 60000 载重吨以下的船舶运力，可能在 09/10 年为市场分别增加 2.5%和 23%的运力供给。但是考虑到订单的确定性、取消、推迟，以及旧船拆解的情况，沿海散货有效运力的增长可能远低于此。

表1、 部分电力行业订造五星旗船舶（60000 吨以下，载重吨）

	2009	2010	2011	2012	总计
国投集团	171,000	629,000	459,000		1,259,000
广东粤电		399,000	57,000		456,000
华能	53,000	212,000	159,000		424,000

数据来源：Clarkson, 联合证券研究所

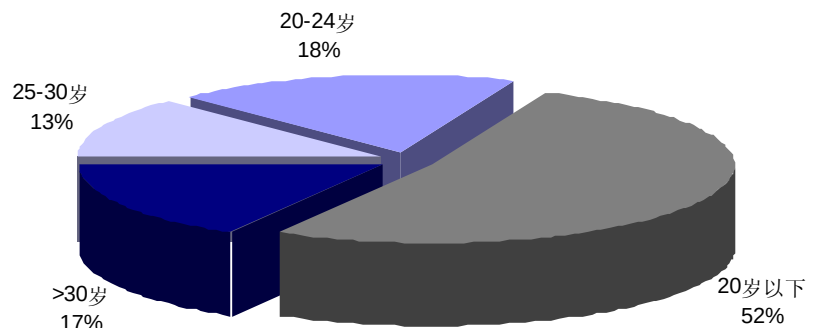
电力行业的定船情况值得注意：如果不考虑订单的延迟和取消，电力行业自有运力的增加至 2012 年可能为市场增加 15% - 20%的供给。

这部分电力行业自有船舶如果在即期市场运行，其本质相当于为部分需求提供了成本价的运输服务。因此，这部分运力将使得即期市场在供需偏紧或偏松的情况下，运价波动被进一步放大。但因其经营经验不足，投资目的亦值得推敲，投资者对这部分运力的增加不应过分悲观。

沿海老旧船舶退役将促进供需进一步平衡

目前沿海散货船舶的船龄限制在 33 岁以下，鉴于政策面对造船行业的支持态度，我们认为一再被讨论的老旧船舶淘汰政策可能在 1-2 年内实现细化和最终实施。目前，中海发展的散货平均船龄在 20.4 岁，30 岁以上的散货船占其运力的 17%。而根据我们的判断，沿海散货船队的主力船型平均船龄应该在 20-25 岁之间。这意味着，在中期范围内可能有大量运力退出市场。

图7、 中海发展自有散货船队船龄分布



数据来源：联合证券电力研究

沿海油运：市场空间具增长潜力

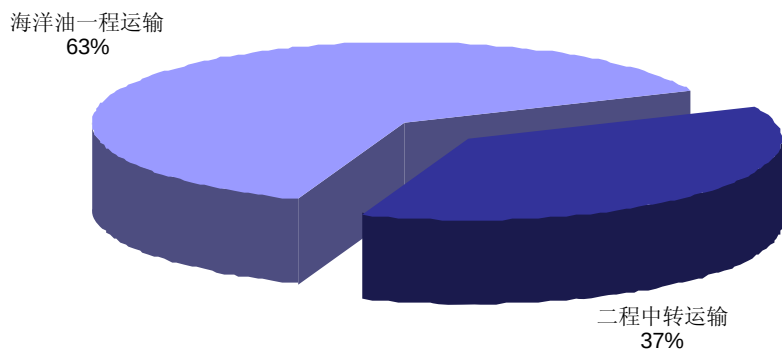
运价提升可能性较小

中国的沿海油运市场相对封闭，受国际运价变换的影响不大。定价则遵循政府指导价的形式。尽管基本运价已经超过 5 年没有进行过调整，但由于 1) 中海发展的市场份额达到 60%，处于垄断地位；2) 目前的运价所隐含的利润率已经相当可观——09 年上半年，中海发展在内贸油运上实现了 42% 的毛利水平，远高于其他几个子行业（内贸煤炭 25%，外贸油运 10%）；我们认为，近期政府出台相关政策调升运价的可能性较低。

市场空间具增长潜力

中国沿海原油运输市场的主要需求来自于国内产油的一程运输和进口原油的二程转运。其中，二程转运由于受到管道油运，以及码头原油接卸格局的调整，市场增量可能已比较有限。而一程油方面，来自海上原油产量的剧增将带来市场空间的扩展。据中海发展管理层，2008 年，海洋一程油市场运输运量在 2500 万吨左右，而 2010 年蓬莱二期的新增产能则可能达到 1000 万吨。我们认为，沿海油运市场的增长空间仍巨大，保守估计仍将在近年保持 5%-7% 的增长。

图8、 2008 年沿海原油运输



数据来源：联合证券研究所

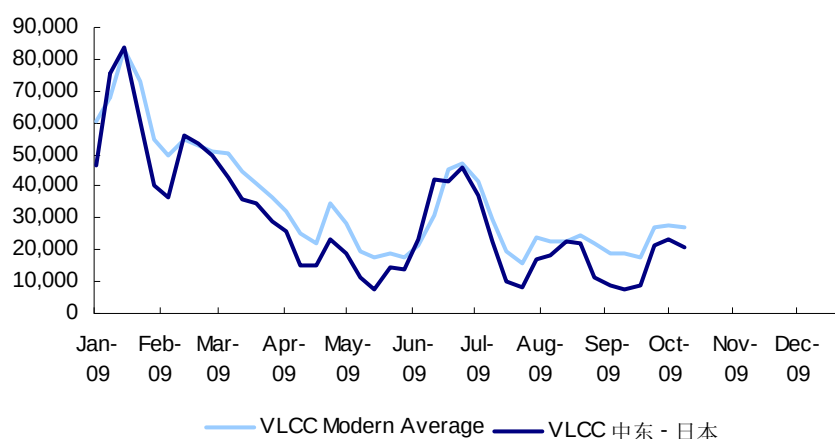
远洋油品：等待复苏的时机

由于公司目前在远洋航运市场的运行，风险主要来自油品运输；公司的现有运力经营与现货市场波动的相关性很大，而公司未来运力与中石化的合作协议，对公司在即期市场上的风险覆盖有限。（相关分析请见《招商轮船——业务结构完善，管理经验卓越》，2009/09/03 第 16 页对合作协议的分析）

底部确定，反弹遥遥？

进入四季度以来，油运即期市场运价仍在盈亏平衡线附近徘徊。市场对行业回暖时机的忧虑日益增加。对于需求，我们仍维持前期的判断，四季度油运需求应呈现逐月上升的局面，而运价不确定性来自于运力的释放。

图9、 2009 年 VLCC 即期市场运价（美元每天）



数据来源: Clarkson, 联合证券研究所

单壳轮退出渐增

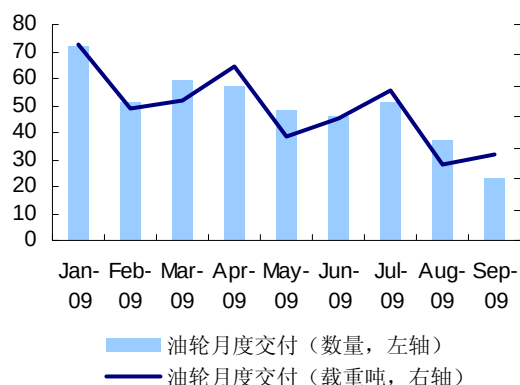
我们认为,油运市场的表现将取决于运力的退出速度。根据 Clarkson 的数据,9 月油轮的运力交付 281 万载重吨,环比升 13%; 运力拆解 154 万载重吨,环比升 64%。拆解已呈递增的形势。我们认为油轮的运力优化将直接关系着运价复苏的时机。

表2、 油轮运力增长与订单变化(2009 年 1-10 月)

	期初运力	年初至今交付	年初至今减少	包含单壳轮减少	期末运力	运力增加	占比
	mdwt	mdwt	mdwt	mdwt	mdwt	mdwt	
总计	406.1	38.24	11.9	10.5	432.4	26.3	6.5%
VLCC	152.9	13.7	5.7	5.0	160.9	8.0	5.2%
Suezmax	55.5	5.2	1.8	1.6	59.0	3.5	6.3%
Aframax	80.9	8.8	1.9	1.8	87.8	6.9	8.5%
Panamax	26.1	2.6	0.5	0.4	28.1	2.1	7.9%
Handy	90.6	7.9	2.1	1.7	96.5	5.9	6.5%

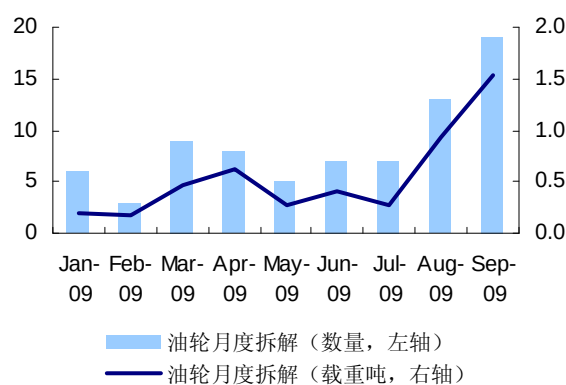
数据来源: Clarkson, 联合证券研究所

图10、 油轮月度交付数量及载重吨



数据来源: Clarkson, 联合证券研究所

图11、 油轮月度拆解数量及载重吨



数据来源: Clarkson, 联合证券研究所

同时单壳油轮退出九月呈现出递增的形势。VLCC 退出计 128 万载重吨，环比升 64%；Handysize 单壳退出 29 万载重吨，近 8 月退出运力的一倍。来自 Clarkson 的油轮即期定载数据显示，单壳轮在市场上揽货日益困难。我们认为油运旺季过去，而单壳轮在市场上受到的政策性限制不断加强，市场料有更多运力择机退出。

图12、单壳 VLCC 月度退出（百万载重吨）

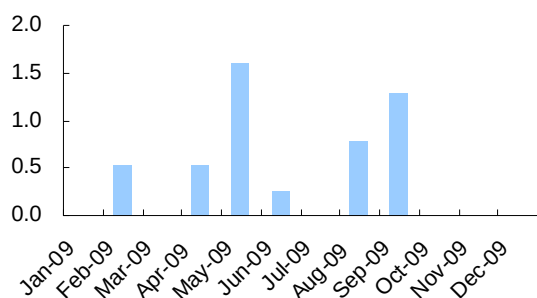
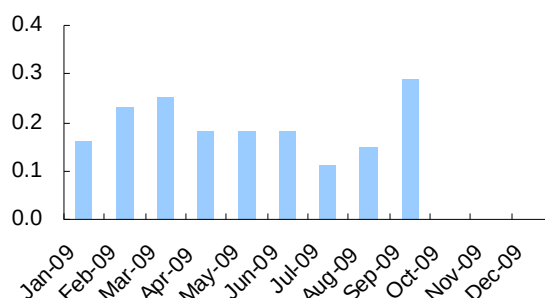


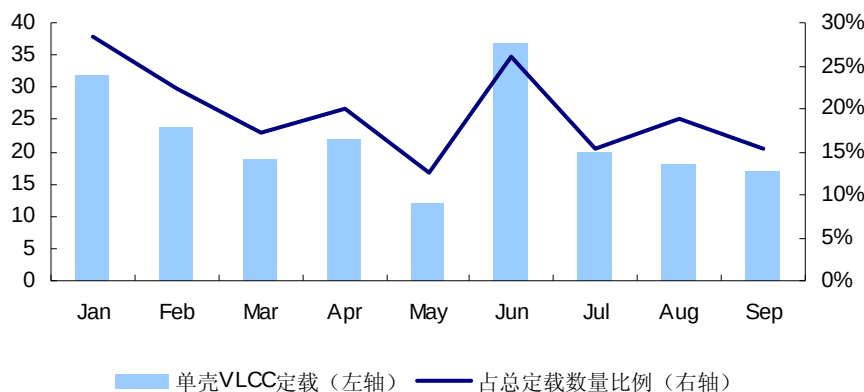
图13、单壳 Handysize 月度退出（百万载重吨）



数据来源：Clarkson, 联合证券研究所

数据来源：Clarkson, 联合证券研究所

图14、单壳 VLCC 即期市场定载（2009 年 1-9 月）



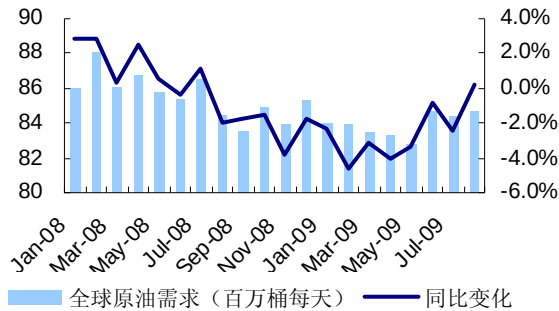
数据来源：Clarkson, 联合证券研究所

需求面料持续好转

油轮市场在目前的运力过剩的背景下，需求的弹性不大，运价对其的反应亦暂时并不强烈。

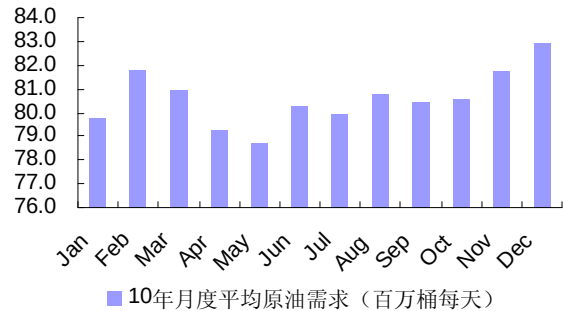
从近期看，从油品需求的季节性角度考虑，四季度需求可能逐月上升；从更长一些的时间区间来看，我们对全球经济复苏的预期，继续看好需求的增长。我们认为，与干散货市场不同，油运市场因需求的增长较为平稳，市场目前仍在往供需平衡的方向调整。市场的机会将来自于 1) 因单壳轮集中退出而产生的供给迅速优化；2) 供需平衡后需求的边际增长。

图15、 全球原油需求（2009 年 1 月- 8 月）



数据来源：Bloomberg, 联合证券研究所

图16、 1999-2008 月度平均需求变化



数据来源：Bloomberg, 联合证券研究所

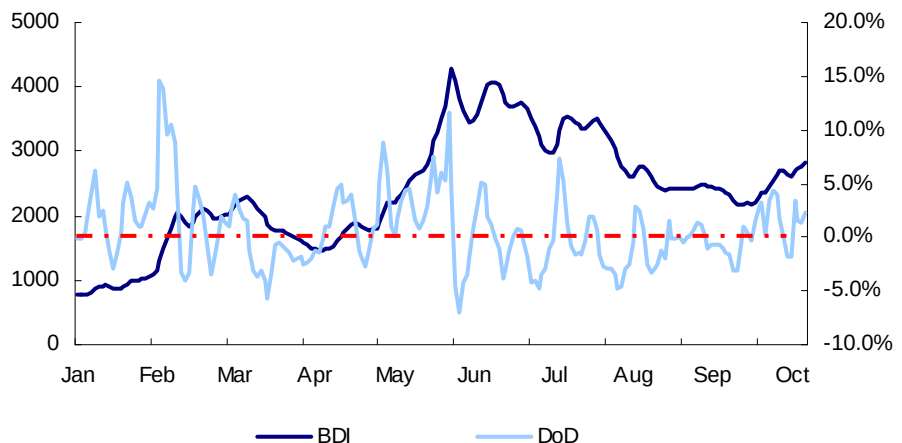
远洋散货：趋势性上升面临压力

远洋散货对于中海发展的意义主要在于其对沿海散货运价的影响，因中海发展在国际干散货运输市场的头寸有限，而未来的新增运力则因其以固定基本运价的方式运营，收益已被基本锁定。

运价：盈亏平衡点以上，但上涨空间有限

BDI 自 9 月底以来经历了一轮反弹，上升幅度近 30%。我们对未来一年 BDI 运指的看法是，在全球经济复苏，需求回暖的背景下，运价下跌至大部分船东盈亏平衡点（2000 点左右）以下的可能性已经较小。然而在运力过剩的情况下，运指的上涨亦承压。

图17、 波罗的海干散货运价指数（2009 年 1 月至今）



数据来源：Bloomberg, 联合证券研究所

运力：存量压力不可忽视

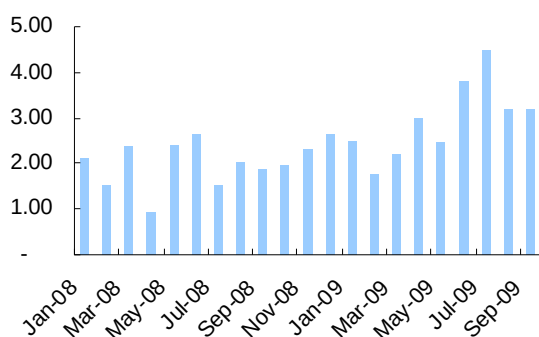
远洋散货市场 9 月的运力增减未见恶化,9 月交 320 万载重吨,环比略降 1%;拆解 30 万载重吨;环比增 3%。运力自年初总增长达 6.3%,但 Cape 船型运力增长已达 12.3%。

表3、 全球散货运力增长（2009 年 1 – 9 月）

	期初运力	期内交付	期内减少	期末运力	运力增加	同比增长
	mdwt	mdwt	mdwt	mdwt	mdwt	
总计	418.6	26.6	0.3	445.0	26.3	6.3%
Handysize	77.0	2.4	3.7	75.7	-1.3	-1.7%
Handymax	83.4	6.3	0.5	89.2	5.8	7.0%
Panamax	114.7	4.8	0.7	118.8	4.1	3.6%
Capsize	143.6	13.1	-4.6	161.3	17.7	12.3%

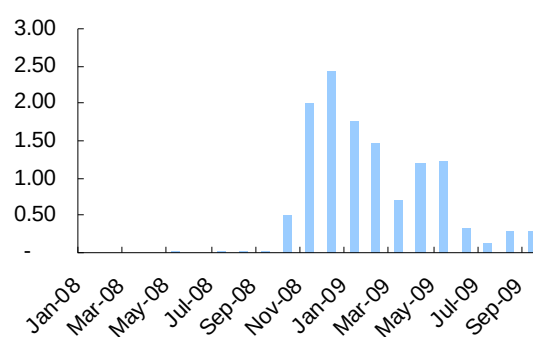
数据来源：Clarkson, 联合证券研究所

图18、 散货船月度交付（百万载重吨）



数据来源：Clarkson, 联合证券研究所

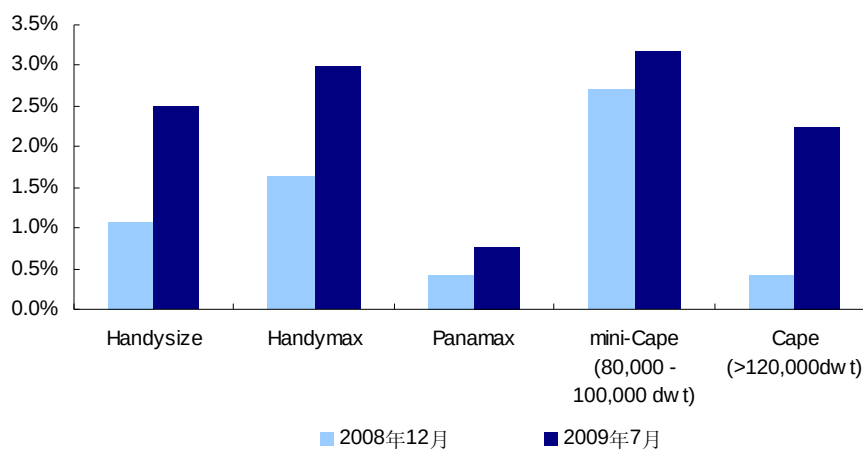
图19、 散货船月度拆解（百万载重吨）



数据来源：Clarkson, 联合证券研究所

我们认为，尽管9月的运力交付数据没有透露出运力加速增长的信息，但是由于年内运力交付的堆积，各船型的闲置（或非活跃）运力比重甚至较2008年12月有所上升。我们认为存量运力对于散货运价的上行空间构成压力。

图20、 散货运力非活跃运力比例（载重吨比例）



数据来源：Fairplay, 联合证券研究所

同时，在新增运力方面，我们仍维持前期的观点。09年内计划交付的运力被

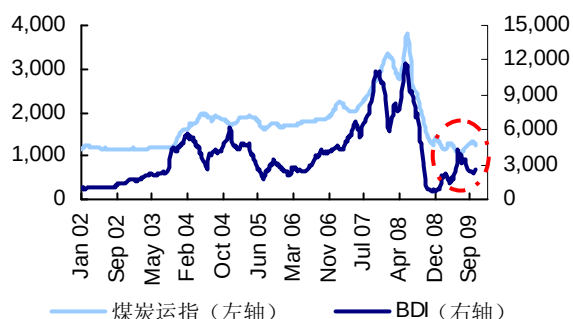
取消的可能性很低，推迟交付的部分可能会在 2010 年上半年集中交付，或以非交付/闲置的方式存在。这部分运力将对市场运价的走势形成压力。

BDI 与沿海散煤炭运价将维持相关性

历史上沿海散煤炭运价与 BDI 的走势呈现出一定的正相关性。我们认为这种正相关性在一定程度上可以解释为中国船东的五星旗运力在沿海与国际市场之间，由利润率驱动的自发相互调配、平衡所导致。

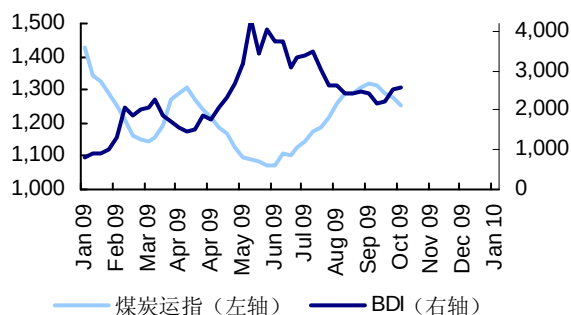
但在 2009 年，这种正相关被打破，观察 BDI 走势与沿海煤炭走势，几乎呈现完全的负相关关系。我们认为，这种负相关的表现可能仅仅只反应了一种时间点上的巧合，而不是严格的逻辑因果关系。

图21、 沿海煤炭运指与 BDI（2002 年至今）



数据来源：上海航交所, Clarkson, 联合证券研究所

图22、 沿海煤炭运指与 BDI（09 年 1 月至今）



数据来源：上海航交所, Clarkson, 联合证券研究所

我们认为，年内的沿海煤炭运指与 BDI 背离的应该这么理解：

1) 09 年的全球干散货运输需求格局发生了变化，使得原先需求稳定、由供给内外调配所带来的运价同步变化局面被打破。

这种变化的本质在于中国集中、迅速的经济刺激计划与世界经济复苏的不同步，影响了全球资源品消费的平衡。09 年上半年中国铁矿石进口占比大幅提升，很大程度上影响了年内 BDI 的几轮上行走势。

2) 而煤炭进口正好与这轮资源品的进口猛增重合，冲击了沿海煤炭运输市场。进口煤炭替代了绝大部分自北方港口运往华南的煤炭需求，也造就了华南线的沿海煤炭运价一度低于船东的盈亏平衡点。

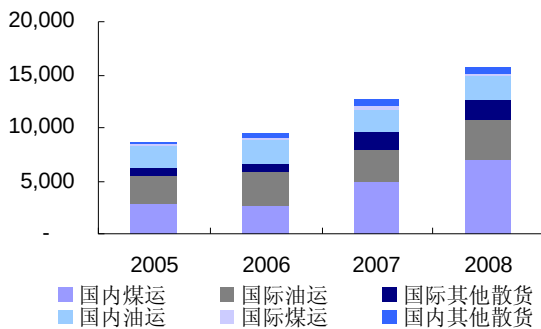
而我们认为，除非国际经济复苏出现反覆，而中国继续维持较强的经济刺激，这种能源需求的平衡将很难被再次打破，沿海煤炭运指与 BDI 的相关性可能恢复。因此，我们判断 2010 年沿海煤炭运输价格可能略高于 2009 年被扭曲的市场运价，但上行的空间亦有限。

公司业务及经营策略

业务构成

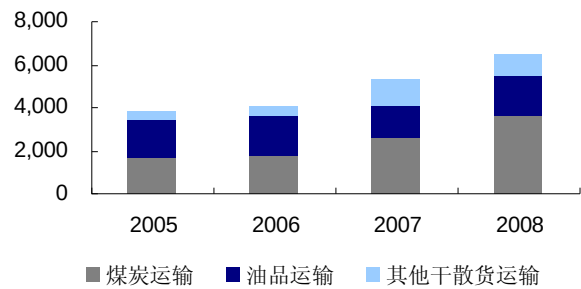
中海发展的业务主要涵盖三类：煤炭运输、油品运输和其他干散货运输。每种运输又区分为国内、外市场。各业务的比重来看，国内煤运、国际其他干散货和国内外油运为其贡献了主要的收入和毛利。

图23、中海发展分业务收入（百万元）



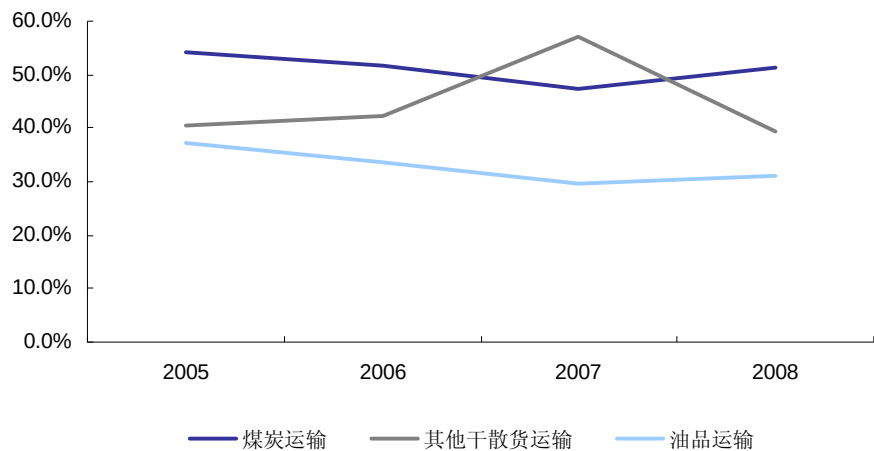
数据来源：公司数据，联合证券研究所

图24、中海发展分业务毛利（百万元）



数据来源：公司数据，联合证券研究所

图25、中海发展主要业务板块毛利水平（2005 - 2008）



数据来源：公司数据，联合证券研究所

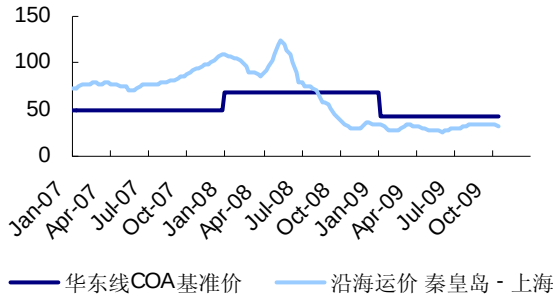
经营策略

不同于国内其他的航运公司，中海发展的经营策略比较稳健。在几块对利润贡献最大的业务上，均寻求以不同的方式锁定风险。在沿海煤炭的运输上，以 COA 的方式每年约定运价和运量；在沿海油运领域，遵循国家制定的指导价格，控制 60% 以上的市场份额；远洋干散货运输领域，新造的 VLOC 船全部以固定收益率锁定运价，并且以合资公司的方式保证合约的执行；在远洋油品领域亦签订了运价协议，但此协议不足以锁定其在现货市场的风险。

沿海煤运：COA 锁定量价

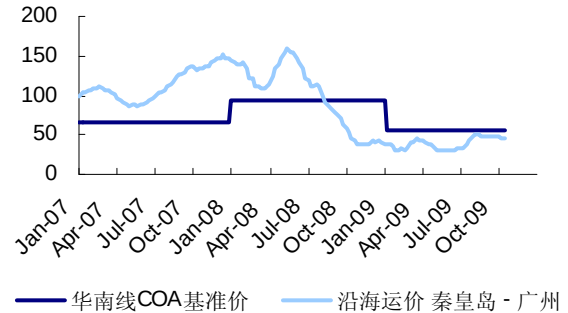
中海发展对其沿海煤炭运价采用了 COA (Contract of Affreightment) 锁定其沿海运价。COA 合约通过与大货主每年四季度进行的谈判, 约定下一年的运量和基本运价。对于成本项中变动较大的燃油费用, 则采用燃油补贴的方式加以覆盖。

图26、 COA 与现货对比 (华东线, 元/吨)



数据来源: 上海航交所, 公司信息, 联合证券研究所

图27、 COA 与现货对比 (华南线, 元/吨)



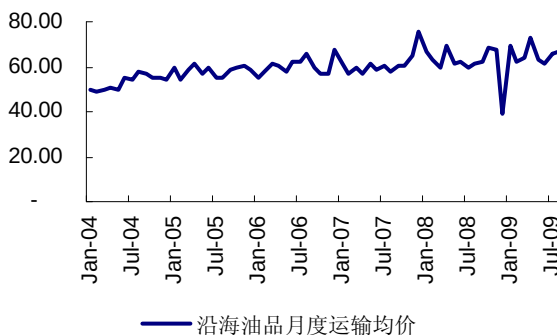
数据来源: 上海航交所, 公司信息, 联合证券研究所

COA 的运价往往以合同双方未来一年对沿海市场的展望所确定。2009 年, 中海发展的华东线基准价为 42 元/吨; 华南线为 55 元/吨。隐含的毛利率水平在 25% 左右, 或相当于 BDI 2400 点至 2500 点之间的水平。但由于年内不能很好的收取燃油附加, 可能下半年的毛利将受到油价上升的压力。

沿海油运: 政府定价

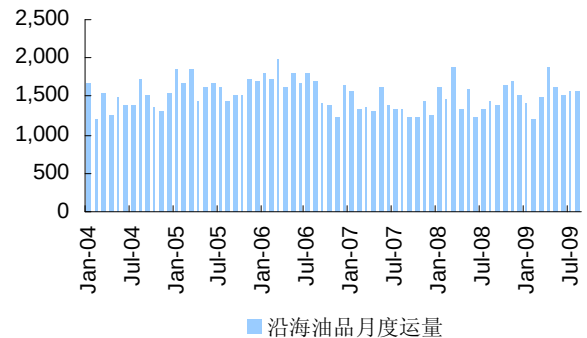
沿海油运的定价遵循政府指导基准价, 以燃油附加的形式覆盖燃油价格上涨风险。同时, 中海发展在沿海油运市场的占有率超过 50%, 处于垄断地位。历年来中海发展的运量和运价都相对稳定, 2009 年上半年沿海油运的毛利率为 42%。

图28、 中海发展沿海油运均价 (元/吨)



数据来源: 上海航交所, 公司信息, 联合证券研究所

图29、 中海发展沿海油运量 (百万吨海里)



数据来源: 上海航交所, 公司信息, 联合证券研究所

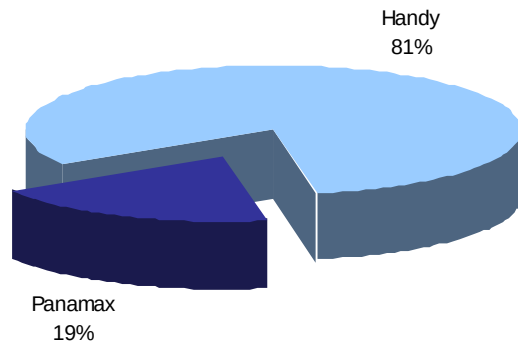
远洋散货: VLOC 全部锁定

公司在远洋散货市场的现有业务受到即期市场波动的影响较大。未来公司新增的 16 条 VLOC 将主要以长期合同的方式锁定, 内部收益率在 8% - 10%。同时, 亦有相应的燃油附加条款覆盖燃油费用的波动性。

我们判断未来 1-2 年内, 远洋散货未锁定的部分可能难以显著贡献利润, 而

锁定的 VLOC 船队将贡献稳定的收入。

图30、 中海发展现有散货运力船型（2008 年年底，载重吨）



数据来源：公司信息，联合证券研究所

竞争优势

沿海煤运：COA 在弱市中的意义相当积极

2009 年，中海发展所签订的 COA 合同在华东和华南线的约定价格均高于市场运价。市场普遍的担忧在于，由于合同对运量的约束相对较弱，是否可能：1) 由于对家违约导致实际运价大大低于合同运价；2) 运量下滑吞噬合同溢价优势。

我们分析了中海发展上半年的营运数据，得出的结论是：1) 沿海煤炭运输 COA 合同运价执行情况较好；2) 因合同运价高于市场运价所致的运量损失不致吞噬公司的运价溢价。

我们根据公司披露的月度数据，估算了中海发展 2009 年沿海煤炭运输华东线和华南线运输比例的大致变化。由于广州线需求受到进口煤炭的冲击，中海发展华南线的运量比例由 2008 年上半年的 38% 下降至 09 年上半年的 28%。而据此估算的分航线运量数据显示，华东线运量同比下降 23%，华南线运量同比下降 49%。参照外部因素较少的华东线数据，剔除沿海煤炭需求减少约 7%，我们认为，中海发展的较高运价 COA 导致其运量相应减少了 15% 左右。

表4、 中海发展沿海煤炭运输比例估算（华东、华南线）

	运距	2008	2008 年上半年	2009 年上半年
秦皇岛 - 上海	676	65%	62%	72%
秦皇岛 - 广州	1,456	35%	38%	28%
中海发展		951	970	899

数据来源：公司信息，联合证券研究所

表5、 中海发展沿海煤炭运量增长

	2008 年上半年	2009 年上半年	YoY
秦皇岛 - 上海	25.3	19.6	-23%
秦皇岛 - 广州	15.2	7.8	-49%
总量	40.5	27.4	-32%

数据来源：公司信息，联合证券研究所

在运价方面，中海发展上半年的沿海煤运均价为 45 元每吨，而按照其运输比例调整后的市场均价大约在 31 元每吨，溢价达到 45%。因此，我们认为，尽管中海发展的 COA 合同致使其丧失了部分市场份额，合同的意义仍然是相当积极的。

沿海油品：利润可观，后继有“力”

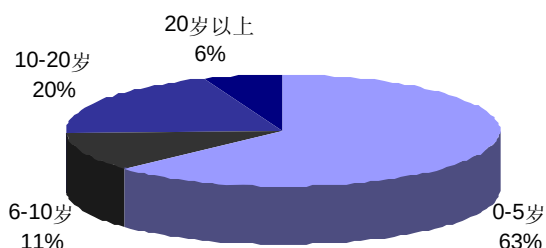
沿海油品运输的定价遵循政府指导价格。观察中海发展的历史运价和沿海油品运输指数，沿海市场的价格变动幅度亦远小于远洋市场。目前，沿海运输的竞争格局相对稳定，中海发展占到 60% 以上的市场份额，处于垄断经营的地位。

09 年上半年，外贸油品、散货运输市场相对疲软，而内贸煤炭运输因进口煤炭冲击，跌幅巨大。然而中海发展仍然在内贸油运上仍获得了 42% 的毛利率，据估算，约相当于贡献了 60% 的毛利，EPS 贡献可能高达 0.10 元。

考虑到 1) 中海发展在沿海油运市场的份额超过 50%，已经达到垄断的程度；2) 沿海油运市场利润率可观，并且在未来若干年料可维持，我们认为政府放开沿海市场的油价定价，或推动沿海油运定价上升，动力皆不足。

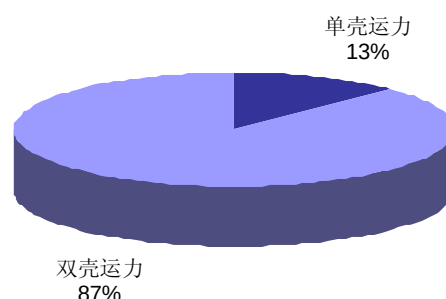
据我们估算，中海发展目前在沿海运营的油轮约 80 - 100 万载重吨。而未来的运力增量将主要来自于从远洋市场退出的老龄船舶及单壳船舶。目前，中海发展油轮船队中，20 岁以上船龄的船舶约 24 万载重吨。我们亦对照了 Clarkson 的船舶数据库，其船队中单壳运力约 50 万载重吨，包括 20 岁以上运力 12 万载重吨。我们认为，这部分潜在的运力增量，已经足以支撑中海发展维持其市场份额。

图31、 中海发展现有油轮运力船龄分布



数据来源：Fearnleys, Clarkson, 联合证券研究所

图32、 中海发展万吨以上运力单/双壳运力分布



数据来源：Fearnleys, Clarkson, 联合证券研究所

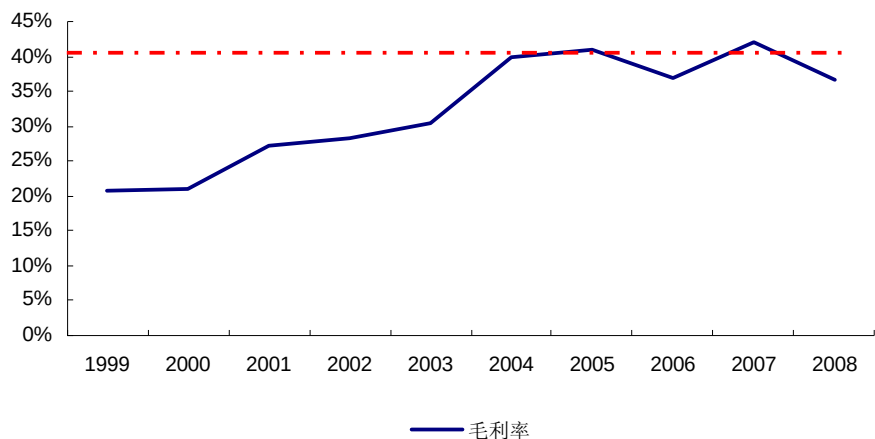
远洋散货：分享“国运”红利

我们认为，虽然“国油/国矿国运”的意义表面上是，设立竞争壁垒，使得壁垒内的竞争者比其他竞争者获取更多的利润。但我们认为其内涵在于，在发达经济体增长放缓，而中国可能因其经济体制和经济基础，仍保持高速增长的时代，在中国需求推动商品价格，和物流价格沿着供给曲线上移的时代，更多的将这种“中国红利”留给本土企业。

在这样的前提下，与商品需求的终端——钢厂合资设立公司，无疑是这一目标下最好的组织方式。合资的一方是专业的航运企业，有更好的驾驭市场和提高效率的能力；另一方是终端用户，“中国红利”因它们而生，理应为它们所分享。从经营上说，这也是某种意义上的利益捆绑，减少了这种合作方式的违约风险。

按照中海发展所披露的信息，VLOC 23 万吨的船舶以 15 年长期合约锁定，30 万吨船舶则以 20 年长约锁定。内部收益率达到 8% - 10%，船舶建造资金将来自 20% 的自筹资金和 80% 的贷款。我们测算了其合同期间的等价日租金水平在 45,000 - 50,000 美元每天，毛利率约 35% - 40% 的水平。而观察公司的历史毛利率水平，1999 年 - 2008 年的平均毛利率大约在 32% 左右。

图33、 中海发展历年毛利率水平（1999 - 2008）



数据来源：公司信息，联合证券研究所

在定价方面，我们认为，对于航运公司而言，应对运价大起大落的风险是其天职；而对于下游而言，在长期规划明确的前提下，其运输成本的稳定性比其长期运输成本是否略高于市场均值更为重要。因此，我们认为这种合作方式对双方而言，是利益的最大化。而事实上，由于我们认为这样一个合作周期中，市场运价可能演化出“前低后高”的轨迹，那么对于中海发展而言，合作的时间价值可能高于其可见的经济价值。

再考虑合作的可行性：我们认为，可能散货运输是唯一有可能形成这种合作关系的子市场。集运市场的“中国红利”可能根本不存在，或不由中国掌控；而油运市场的特殊性在于，1) “中国因素”可能并不完全能够主导市场需求；2) 需求的变化较为平稳，运价波动性低于散货市场；3)，其需求方石化企业因垄断经营，资本回报率较高，对运输成本的敏感程度可能低于相对竞争较为激烈的钢

铁行业。因此，油轮行业形成这种合作的时机尚未成熟。

远洋油运：高贝塔留在最有上行预期的行业

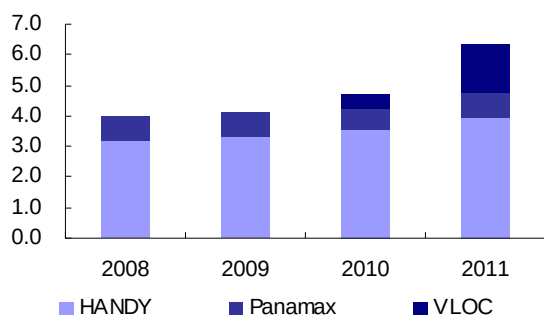
远洋油运是中海发展目前唯一不能提前锁定的子行业。与中石化的合同保证了大部分运量，但运价尽管有复杂的算法约定补偿/利润分享方式，但实质上仍暴露在市场风险之下。然而，我们认为目前这个时点，市场对 2010/2011 年的市场供需平衡，运价趋于回暖抱有普遍的预期。将唯一的风险头寸留在最有上行预期的行业，仍是不错的战略选择。

财务模型

收入预测

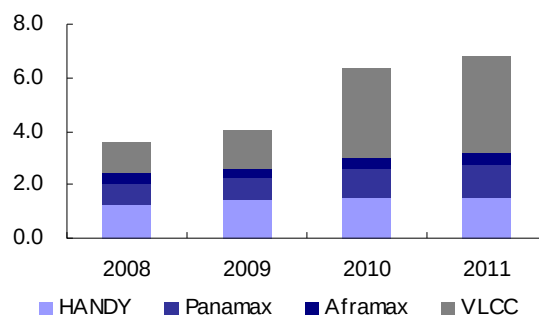
2010 年中海发展的散货和油运有效运力将分别增 16%及 60%。散货船队中, Handy 船运力将增 6%; VLOC 将有近 2 艘的有效运力加入。油轮船队中, Panamax 有效运力将增 35%, VLCC 则增超过 140%。我们认为运力的增长将为中海发展的业绩成长提供有力支撑。

图34、 中海发展散货有效运力增长 (mdwt)



数据来源：公司信息，联合证券研究所

图35、 中海发展油轮有效运力增长 (mdwt)



数据来源：公司信息，联合证券研究所

中海发展 2010 年散货收入增量主要来自于国内沿海煤炭及远洋其他散货。我们假设运价不变，沿海煤炭运量因有效运力增长 6%，部分远洋运力回归，及运营效率的提高将增 15%。VLOC 的加入亦将贡献 40%的远洋散货运量增长。

油品运输收入的主要增量将来自于远洋油运 60%的运量增量和 20%的运价提升。

我们预计中海发展的船舶租赁业务将在 2009 年结束。我们把此项业务在 2008 年的开展和 2009 年的终结归结为一次不成功的对高贝塔经营的尝试。我们认为，这种追求高贝塔的业务开展与中海发展自身的发展逻辑相悖，果断的退出无疑是对这一尝试的修正。

表6、 中海发展主要业务收入测算

国内煤炭	2006	2007	2008	2009E	2010E	2009 年 1-8 月
运量 (百万吨海里)	44,120	73,570	71,270	51,314	59,012	33,070
同比变化		66.7%	-3.1%	-28.0%	15.0%	-35.9%
运价 (元/千吨海里)	60.2	67.3	96.8	56.2	57.3	49.72
同比变化		11.8%	43.8%	-42.0%	2.0%	-50.3%
收入	2,656	4,953	6,900	2,881	3,380	1644
国际煤炭	2006	2007	2008	2009E	2010E	2009 年 1-8 月
运量 (百万吨海里)	8,480	7,700	3,720	5,766	5,305	4,730
同比变化		-9.2%	-51.7%	55.0%	-8.0%	57.7%
运价 (元/千吨海里)	27.8	67.5	49.2	30.5	29.0	30.5
同比变化		143.1%	-27.2%	-38.0%	-5.0%	-45.3%
收入	236	520	183	176	154	144
国内散货	2006	2007	2008	2009E	2010E	2009 年 1-8 月
运量 (百万吨海里)	3,990	7,990	7,670	6,520	6,845	4,390
同比变化		100.3%	-4.0%	-15.0%	5.0%	-22.6%
运价 (元/千吨海里)	65.0	64.6	77.1	44.7	45.6	39.7
同比变化		-0.7%	19.3%	-42.0%	2.0%	-51.5%
收入	259	516	591	291	312	174
国际散货	2006	2007	2008	2009E	2010E	2009 年 1-8 月
运量 (百万吨海里)	22,990	29,910	42,670	40,537	56,751	21,190
同比变化		30.1%	42.7%	-5.0%	40.0%	-24.7%
运价 (元/千吨海里)	34.5	55.2	44.9	26.0	24.7	20.4
同比变化		59.8%	-18.6%	-42.0%	-5.0%	-60.4%
收入	794	1,650	1,916	1,056	1,404	433
国内油品	2006	2007	2008	2009E	2010E	2009 年 1-8 月
运量 (百万吨海里)	19,520	16,480	18,090	19,537	21,100	12,230
同比变化		-15.6%	9.8%	8.0%	8.0%	3.1%
运价 (元/千吨海里)	114.5	125.8	123.3	131.3	133.9	132.3
同比变化		9.9%	-2.0%	6.5%	2.0%	6.3%
收入	2,235	2,074	2,230	2,565	2,826	1618
国际油品	2006	2007	2008	2009E	2010E	2009 年 1-8 月
运量 (百万吨海里)	71,990	80,730	85,920	101,386	162,217	65,680
同比变化		12.1%	6.4%	18.0%	60.0%	15.6%
运价 (元/千吨海里)	44.5	36.3	44.8	26.0	31.2	24.6
同比变化		-18.5%	23.4%	-42.0%	20.0%	-40.3%
收入	3,207	2,930	3,848	2,634	5,056	1,619

数据来源：公司信息，联合证券研究所

表7、 营业收入测算小结

	2006	2007	2008	2009E	2010E
主营业务	10,002	12,474	17,545	9,803	13,132
油轮	5,438	5,004	6,078	5,199	7,882
散货	4,564	7,470	11,467	4,604	5,250
煤炭	3,513	5,324	7,083	3,057	3,534
其他散货	1,051	2,146	2,507	1,347	1,716
船舶租赁			1,877	200	-
主营业务	15.0%	24.7%	40.6%	-44.1%	34.0%
油轮	16.2%	-8.0%	21.5%	-14.5%	51.6%
散货	13.5%	63.7%	53.5%	-59.8%	14.0%

数据来源：公司信息，联合证券研究所

营业成本

我们预测 2009/10 年中海发展燃油费用将实现同比变动-34%和 40%。其中隐含的假设是运输吨海里变动-2%/40%以及单位燃油成本变动-30%和 11%。公司 2009/10 年的折旧费用将增 4%及 18%，增量主要来自于新增船舶固定资产折旧。

表8、 中海发展营业成本测算

	2006	2007	2008	2009E	2010E
主营业务成本	5,946	7,339	11,115	7,673	9,281
燃油	2,472	2,956	3,972	2,636	3,888
	27%	20%	34%	-34%	48%
港口	578	679	857	719	863
YoY	20%	17%	26%	-16%	20%
职工薪酬	530	893	1,161	1,277	1,379
YoY	-29%	68%	30%	10%	8%
润物料	-	179	227	209	230
YoY			27%	-8%	10%
折旧	889	910	1,017	1,053	1,247
YoY	-4%	2%	12%	4%	18%
保险费	138	184	240	221	243
YoY		33%	31%	-8%	10%
修理费	402	456	527	524	577
YoY	-8%	14%	15%	-1%	10%
船舶租赁	487	889	916	504	554
YoY	101%	83%	3%	-45%	10%
船舶租入			1,960	230	
其他	451	196	241	300	300

数据来源：公司信息，联合证券研究所

财务报表

表9、 盈利预测

资产负债表				利润表			
单位: 百万元				单位: 百万元			
	2008	2009E	2010E		2008	2009E	2010E
流动资产	3,141	1,261	1,799	营业收入	17,562	9,803	13,132
现金	1,858	650	750	营业成本	11,115	7,673	9,281
应收账款	697	196	394	营业税金及附加	332	216	250
其他应收款	137	78	105	营业费用	38	31	39
预付账款	89	77	186	管理费用	257	200	230
存货	272	230	325	财务费用	62	145	448
其他流动资产	88	29	39	资产减值损失	100	50	50
非流动资产	26,787	32,258	38,129	公允价值变动收益	(183)	-	-
长期投资	1,633	1,500	2,000	投资净收益	548	65	70
固定资产	13,622	19,225	24,248	营业利润	6,023	1,552	2,904
无形资产	14	14	14	营业外收入	422	120	120
其他非流动资产	11,518	11,518	11,867	营业外支出	12	5	5
资产总计	29,928	33,518	39,928	利润总额	6,433	1,667	3,019
流动负债	1,834	2,784	5,030	所得税	1,057	367	725
短期借款	778	1,688	3,808	净利润	5,376	1,300	2,294
应付账款	529	384	464	少数股东损益	3	3	6
其他流动负债	527	713	757	归属母公司净利润	5,373	1,297	2,288
非流动负债	6,546	8,451	10,451	EBITDA	7,124	2,751	4,599
长期借款	5,529	7,529	9,529	EPS (元)	1.58	0.38	0.67
其他非流动负债	1,017	922	922	数据来源: 公司数据, 联合证券研究所			
负债合计	8,380	11,235	15,480	主要财务比率			
少数股东权益	194	198	204		2008	2009E	2010E
股本	3,405	3,405	3,405	成长能力			
资本公积	4,121	4,121	4,121	营业收入	38.4%	-44.2%	34.0%
留存收益	14,284	14,560	16,719	营业利润	21.6%	-74.2%	87.1%
归属母公司股东权益	21,354	22,085	24,244	归属于母公司净利润	16.9%	-75.9%	76.4%
负债和股东权益	29,928	33,518	39,928	获利能力			
数据来源: 公司数据, 联合证券研究所				毛利率(%)	36.7%	21.7%	29.3%
现金流量表				净利率(%)	30.6%	13.2%	17.4%
	2008	2009E	2010E	ROE(%)	25.2%	5.9%	9.4%
经营活动现金流	6049	3402	3556	ROIC(%)	20.4%	4.4%	7.1%
净利润	5376	1300	2294	偿债能力			
折旧摊销	1039	1053	1247	资产负债率(%)	28.0%	33.5%	38.8%
财务费用	62	145	448	净负债比率(%)	76.97%	84.26%	88.09%
投资损失	-548	-65	-70	流动比率	1.71	0.45	0.36
营运资金变动	237	530	-364	速动比率	1.56	0.37	0.29
其他经营现金流	-118	438	0	营运能力			
投资活动现金流	-6133	-6459	-7049	总资产周转率	0.66	0.31	0.36
资本支出	6888	6641	6623	应收账款周转率	28	22	45
长期投资	-10	-117	496	应付账款周转率	22.43	16.82	21.90
其他投资现金流	746	65	70	每股指标 (元)			
筹资活动现金流	894	1849	3593	每股收益(最新摊薄)	1.58	0.38	0.67
短期借款	267	909	2121	每股经营现金流(最新摊薄)	1.78	1.00	1.04
长期借款	1974	2000	2000	每股净资产(最新摊薄)	6.27	6.49	7.12
普通股增加	79	0	0	估值比率			
资本公积增加	1778	0	0	P/E	8.70	36.04	20.43
其他筹资现金流	-3204	-1060	-527	P/B	2.19	2.12	1.93
现金净增加额	779	-1208	100	EV/EBITDA	7	18	11

数据来源: 联合证券研究所.

敏感性分析

运价敏感性分析

我们认为，中海发展的盈利预测将受到即期市场运价的影响主要来自于沿海煤炭运价（反映为 COA 价格）以及国际油运价格。沿海煤炭运价每提升 10%，将带来 11.1%，或 0.07 元的 2010 年 EPS 增长，而国际油品运价每提升 10%（我们预测增长 20%），将增厚 EPS 16.8%，或 0.11 元。

表10、 运价敏感性分析

	2010 EPS 增加
沿海煤炭运价 +10%	11.1%
国际油品运价 +10%	16.8%

数据来源：公司信息，联合证券研究所

燃油价格敏感性分析

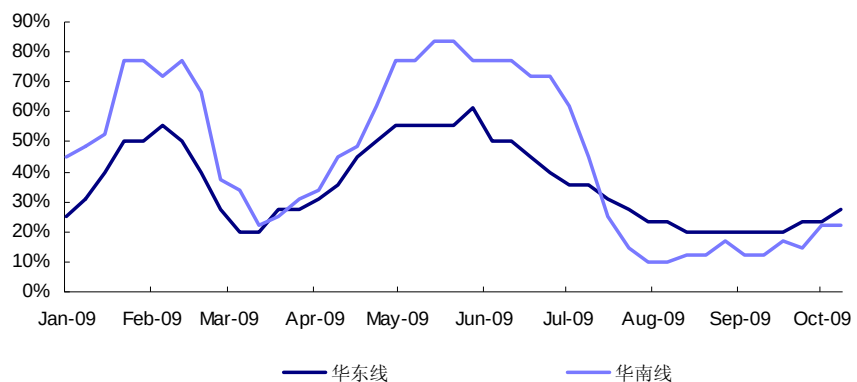
因中海发展在其沿海煤运、沿海油运及远洋 VLOC 运营都采取了以燃油附加覆盖油价上涨风险的做法，我们认为，2010 年燃油费用的变动将主要影响其在远洋油运和合约覆盖范围以外的国际散货运输的利润水平。我们测算每 10% 的燃油均价变动将影响 EPS 变动 2.5%。

潜在催化

沿海煤炭供应恢复，运价上升

我们在讨论沿海煤炭市场的部分提到，目前沿海煤炭运价的低迷是由煤炭供给不足，航运供给相对过剩所导致。同时，我们测算，目前国际市场 BDI 所对应的毛利率水平已经达到或者略超过中海发展的合同价毛利率，而中海发展的合同价相对市场价格仍有 20% 以上的运价。我们判断，煤运供给的恢复将至少为沿海市场运价带来 20% 的上升空间，而旺季因素可能进一步推高市场运价。

图36、 中海发展 COA 运价对即期市场溢价（2009 年 1 月至今）



数据来源：公司信息，上海航交所，联合证券研究所

我们认为沿海即期市场运价的上升可能在两个角度影响市场情绪：1）中海发展 09 年仅锁定了 2/3 的运量，沿海运价的上升将有助其运量的增长，以及未锁定运力在即期市场获取更高的运价。2）四季度即期市场的价格可能影响市场对 2010 年 COA 价格的预期。

沿海 COA 新合同签订

我们认为，在目前市场对 2010 年全球干散货市场的一致预期较为低迷的背景下，如果中海发展能够在新合约中维持现有运价，或者实现小幅提升，都应被市场视为相对积极的信号。我们的敏感性分析显示，沿海运输均价每提升 10%，中海发展 2010 年 EPS 将提升 11%。

国家出台淘汰老船政策

政策部门对振兴造船行业相关政策的细化亦将积极影响市场的情绪。运力的优化有助于沿海煤炭运输市场运价水平保持健康，而不因运力供给过剩而被扭曲。

远洋油运价格回暖

远洋油运价格的回暖将刺激市场的投资情绪。中海发展在远洋油运领域的经营受到即期市场的影响很大。而我们测算远洋油价每提升 10%，将促其 EPS 提升超过 15%。中海发展在即期远洋油运市场的头寸亦在近两年随着其 VLCC 的交付而不断扩大。

沿海油运价格上调

根据前面的逻辑推导，我们认为沿海油运调价可能不会在近期发生。但如果此种情形发生，则中海发展因其处于垄断地位，应为市场中最大的受益者。

潜在风险

远洋油运及散货运输价格低迷

远洋运输市场的下行风险可能来自于运力的集中投放、需求增长波动等因素。我们认为即期市场的运价风险将主要影响中海发展在远洋油运领域的利润，以及沿海煤炭运输市场的合同定价。

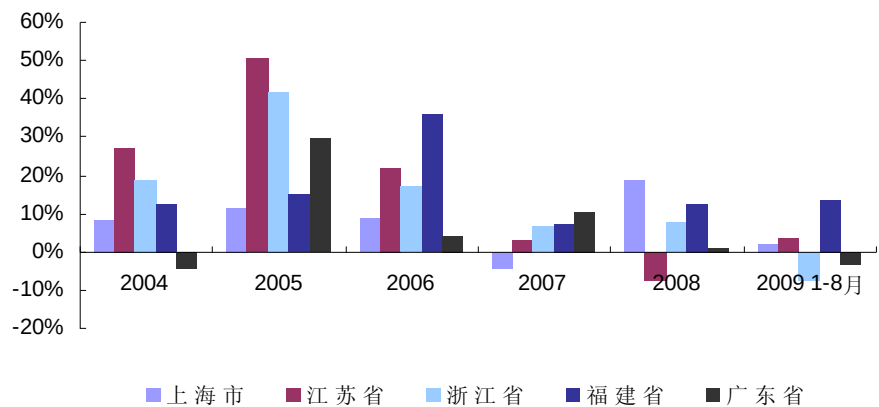
老龄船舶退役可能降低长期资产收益率

由于中海发展的散货船队船龄偏老，船队的账面价值已经相对较低。中长期范围内较大幅度的运力更新将不可避免的推升其固定资产和总资产价值。我们认为，这将对中海发展的资产收益率水平构成压力，而届时其估值水平亦可能受到影响。

长期沿海煤炭需求增长或缺乏动力

随着西部火电装机容量的增加，同时特高压电网将自 2010 年起陆续投入使用，以及水电装机容量持续增加，沿海省份火力发电增长空间可能被中西部发电和水电供应所消解。根据联合证券的电力研究小组，三年之后，沿海火力发电增幅将低于 5%，而在 5-10 年的中长期范围，沿海火力发电可能仅实现微幅增长。我们认为这将限制沿海煤运市场的增长空间。

图37、 沿海省份火电装机容量增速



数据来源：联合证券电力研究

主要结论

我们认为，在目前市场对航运各子行业的理解逐渐倾向于下行风险不大，上行时机未知这样的观点，我们认为在这样的市场中追求高贝塔标的公司的同时，可以关注经营稳健，业绩增长确定性大的公司。我们认为中海发展就是这样一类投资标的。我们对中海发展首评以“增持”。

行业估值

表11、 A 股航运业公司估值

	价格	PE09	PE10	PB09	PB10	ROE09	ROE10
中远航运	11.02	39	23	3.1	2.8	7.1%	12.0%
招商轮船	5.34	41	17	1.8	1.7	6.0%	9.1%
长航油运	6.74	na	20	2.6	2.3	2.0%	10.7%
中海海盛	9.44	29	21	na	na	4.3%	6.8%
长航凤凰	5.16	neg	93	na	na	2.0%	4.0%
中海集运	4.71	neg	neg	1.9	1.9	neg	neg
中国远洋	14.19	neg	83	2.9	2.7	neg	3.0%
宁波海运	5.43	na	80	1.7	1.7	1.2%	2.6%
均值		36	48	2.3	2.2	3.8%	6.9%
中海发展	13.73	36	20	2.1	1.9	5.9%	9.4%

数据来源：WIND，联合证券研究所

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。