

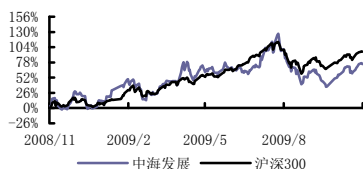
交通运输 - 航运业

2009 年 11 月 11 日

市场数据	2009 年 11 月 10 日
当前价格 (元)	14.30
52 周价格区间 (元)	7.97-18.57
总市值 (百万)	48685.10
流通市值 (百万)	48685.10
总股本 (百万股)	3404.55
流通股 (百万股)	3404.55
日均成交额 (百万)	297.25
近一月换手 (%)	11.05%
Beta (2 年)	
第一大股东	中海发展(集团)总公司
公司网址	http://www.cnshippingdev.com

财务数据	FYE
毛利率	36.71%
净利率	30.59%
净资产收益率	25.16%
总资产收益率	1795.30%
资产负债率	28.00%
现金分红收益率	0.00%
市盈率	9.01
市净率	2.28

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
中海发展	16.26%	-12.80%	76.98%
沪深 300	10.75%	-1.15%	94.47%

交通运输研究小组
0755-83199599&8237
luosp@csc.com.cn

分析师申明

本人，交通运输研究小组，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

分享复苏机遇、业务全面改善

—中海发展 (600026) 投资价值分析报告

评级: 买入

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	17562.04	8957	11644	14555
净利润 (百万元)	5373.01	1448	2311	2790
每股收益 (元)	1.59	0.43	0.68	0.82
净利润增长率%	16.90%	-73.05%	59.60%	20.72%
每股净资产 (元)	6.27	6.26	6.64	7.2
市盈率	9.01	33.25	21.02	17.43

资料来源: 世纪证券研究所

- **公司概况。**中海发展主要从事经营管理油轮和干散货轮运输业务，是国内最大的沿海原油和煤炭运输公司。公司占国内沿海原油海运市场份额的 67%，占国内沿海煤炭海运市场份额的 27.5%。已成长为以油运、煤运为核心业务的远东地区最大航运公司之一，在中国及远东地区航运市场占据了重要地位。
- **公司主营业务、收益成本分析。**公司三大业务油品运输、煤炭运输和其他干散货运输 09 年上半年分别为 23.8 亿、13.3 亿、3.8 亿，占营业收入的 56%、32%、9%；对于公司利润的贡献最大的是油品运输，贡献度超过 70%，其次是煤炭运输占据 31%，而其他干散货运输则出现亏损；业务中内贸和外贸占比分别为 61%、39%。
- **2009 年前三季度的形势。**公司 1-9 月实现每股收益 0.266 元，每股净资产 6.2421 元，净资产收益率 4.26%，实现净利润 90,566.4 万元，同比减少 80.84%，营业总收入 657,229.4 万元，同比减少 54.1%。
- **经济改善、分享收益。**公司 09 年开始陆续投入大量油轮运力，有望成为公司新的利润增长点；公司的煤炭运输也将在四季度和明年逐渐恢复，将直接改善公司利润；其他干散货运输，将在经济复苏中受益于铁矿石的高企需求，营业状况将会得到改观。
- **投资评级。**依据我们对未来经济形势和行业的分析，结合公司实际情况，我们预测公司 09、10、11 年的每股收益为 0.43 元、0.68 元和 0.82 元，给予买入评级。

公司概况

中海发展股份有限公司公司成立于 1994 年 5 月 3 日，位于中国最大的口岸城市上海，注册资本为 33.26 亿元。

公司的前身是上海海兴轮船股份有限公司（以下简称为“海兴轮船”），海兴轮船主要以华东地区沿海货运为主，兼营远洋客货运输，是华东地区最大的煤炭、原油水路运输商。2002 年 5 月，经中国证券监督管理委员会证监发行字[2001]113 号文核准，中海发展增发社会公众股(A 股)新股 3.5 亿股，增发后公司总股本 33.26 亿股，其中，境内国有法人股 1,680,000,000 股，境外上市外资股(H 股)1,296,000,000 股，社会公众股(A 股)350,000,000 股。2005 年 12 月，本公司实施股权分置改革，控股股东——中国海运（集团）总公司向 A 股市场流通股股东每 10 股支付 2.9 股对价，附加 3+2 年的限售承诺。股改后，流通 A 股 2,108,552,270，境外上市外资股（H 股）1,296,000,000 股，总股本 3,404,552,270 股。

经过上述一系列资产结构和经营结构调整，公司在沿海运输的地位更加突出。目前，公司主要从事经营管理油轮和干散货轮运输业务，是国内最大的沿海原油和煤炭运输公司。其中，公司占国内沿海原油海运市场份额的 67%，占国内沿海煤炭海运市场份额的 27.5%。截至 09 年 6 月底，公司共拥有船舶 167 艘 800.2 万载重吨，平均船龄为 16.5 年。此外，公司拥有在建船舶共计 69 艘 952 万载重吨，将全部于 2012 年底前交付使用。公司已由地区性航运公司，成长为以油运、煤运为核心业务的远东地区最大航运公司之一，在中国及远东地区航运市场占据了重要地位。

Figure 1 截止 2009 年三季报公司十大股东

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
中国海运(集团)总公司	1,578,500,000	46.36	A 股流通股
HKSCC NOMINEES LIMITED	1,290,076,897	37.89	H 股流通股
中国工商银行-南方成份精选股票型证券投资基金	14,250,655	0.42	A 股流通股
中国工商银行-诺安股票证券投资基金	10,626,876	0.31	A 股流通股
中国建设银行-长城品牌优选股票型证券投资基金	10,113,660	0.3	A 股流通股
中国农业银行-景顺长城资源垄断股票型证券投资基金	9,917,529	0.29	A 股流通股
中国工商银行-景顺长城精选蓝筹股票型证券投资基金	8,373,793	0.25	A 股流通股
中信证券股份有限公司	8,280,075	0.24	A 股流通股
中国工商银行-广发策略优选混合型证券投资基金	6,995,370	0.21	A 股流通股
交通银行-长城久富核心成长股票型证券投资基金 (LOF)	6,929,488	0.2	A 股流通股
合 计	2,944,064,343	86.47	

资料来源: WIND 资讯、世纪证券研究所

公司主营业务、收益成本分析

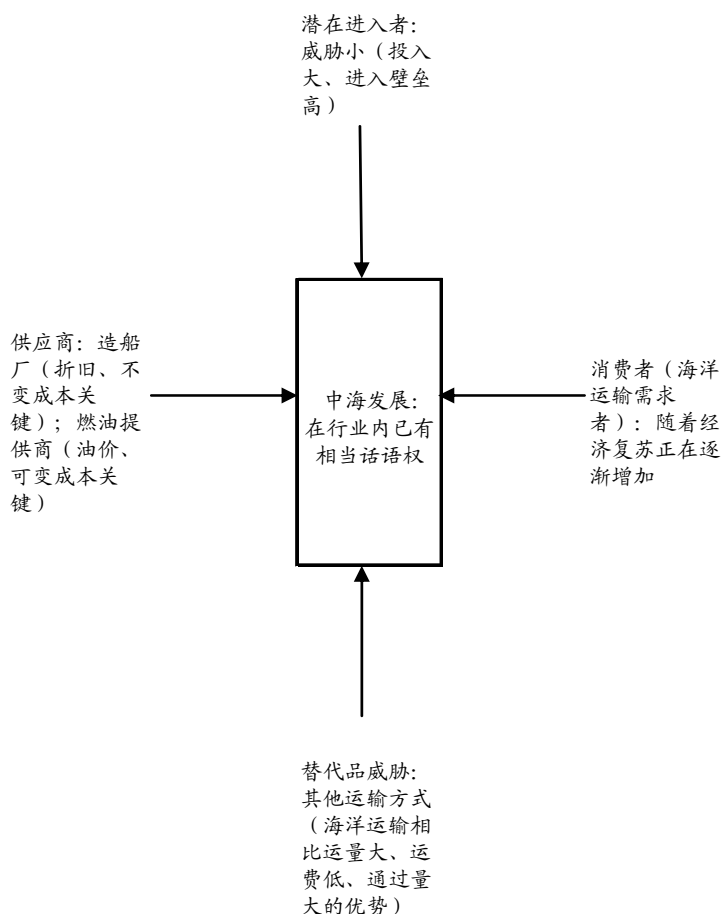
作为主要从事经营管理油轮和干散货轮运输业务的公司,公司的主要业务是煤炭运输、油品运输和其他干散货运输。从地域简单分类,可以分为内贸和外贸,依据业务范围具体可分为内贸煤炭运输、外贸煤炭运输、内贸油品运输、外贸油品运输、内贸其他干散货运输、外贸其他干散货运输。

行业地位明显。作为一家纯粹提供运输服务的公司,其收入来源于为其他公司提供运输服务,具体包括运价和运量等变量。从更为宏观的角度和市场竞争的思路出发,其收入依赖于需求(其他行业对运输服务的需要程度)和供给(该行业多少此种服务提供商)相互作用的结果,而前者(需求)取决于宏观经济的复苏程度和发展态势,后者则取决于行业内竞争状况。在目前经济形势下,经济进一步走向复苏是大概率事件,行业需求将得到释放;而在目前的主营业务中,公司占国内沿海原油海运市场份额的 67%,占国内沿海煤炭海运市场份额的 27.5%,公司已具备相当话语权,公司 09 年开始陆续投入大量油轮运力用于近洋和远洋油品运输业务将进一步加强自身实力、提高竞争力、加大市场份额。

成本以固定资产折旧为主。作为一家提供沿海和远海运输的公司,

其先期巨额投入和相当高的固定资产是其明显特征。以此相对应的是公司的不变成本是成本的主要部分，而可变成本相对较小；进一步的，从可变幅度来看，考量成本的关键是固定成本的购船支出和可变成本的燃油费，相对应折旧和燃油费。

基于宏观和市场竞争的分析：



收入成本结构图:

$$\begin{aligned}
 & \text{内贸煤炭} = \text{煤炭货运量} * \text{运价} \\
 & + \\
 & \text{内贸收入} = \text{内贸油品} = \text{油品运量} * \text{运价} \\
 & + \\
 & \text{内贸干散货} = \text{干散货运量} * \text{运价} \\
 & \text{收入} = + \\
 & \text{外贸煤炭} = \text{煤炭货运量} * \text{运价} \\
 & + \\
 & \text{外贸收入} = \text{外贸油品} = \text{油品运量} * \text{运价} \\
 & + \\
 & \text{外贸干散货} = \text{干散货运量} * \text{运价} \\
 & - \\
 & \text{不变成本} = \text{船只折旧} \\
 & + \\
 & \text{燃油费} = \text{油价} * \text{油品消耗量} \\
 & \text{成本} = \text{港口费} \\
 & \text{可变成本} = \text{保险费} \\
 & + \text{管理费} \\
 & \text{财务费} \\
 & \text{其他费用}
 \end{aligned}$$

从公司的主营业务来看,目前包括煤炭运输、油品运输和其他干散货运输。依据 2009 年中报,2009 上半年公司营业收入为 42 亿,其中油品运输、煤炭运输和其他干散货运输分别为 23.8 亿、13.3 亿、3.8 亿,占营业收入的 56%、32%、9%,而主营业务成本分别为 17.3 亿、10.1 亿、4.1 亿,占总营业成本的 53%、31%、13%,毛利率分别为 28%、21%、-11.7%。由此我们可以看出,对于公司利润的贡献最大的是油品运输,贡献度超过 70%,其次是煤炭运输占据 31%,而其他干散货运输则出现亏损。

Figure 2 主营业务营业收入占比

■ 油品运输 ■ 煤炭运输 ■ 其他干散货运输 ■ 船舶出租

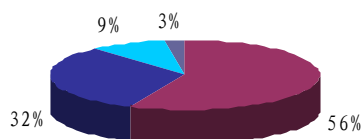
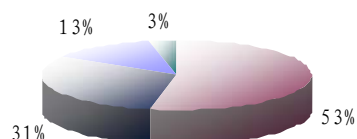


Figure 3 主营业务营业成本占比

■ 油品运输 ■ 煤炭运输 ■ 其他干散货运输 ■ 船舶出租

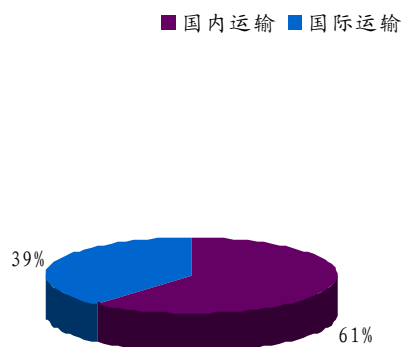


资料来源: WIND 资讯、世纪证券研究所

资料来源: WIND 资讯、世纪证券研究所

从地域上划分，内贸和外贸营业收入比分别为 61%和 39%，显示内贸是公司的主要业务。

Figure 4 内贸、外贸营业收入占比



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

2009 年前三季度的形势

受 COA 运价以及宏观经济对国内外航运市场持续影响，公司 09 年三季度业绩未出现明显好转，加上公司所属合营公司投资收益大幅减少，导致前三季度业绩同比下降 80.84%。公司 2009 年三季报显示，前三季度公司主营收入分别为 21.3 亿元、20.9 亿元和 23.6 亿元，利润分别为 4.03 亿元、3.87 亿元和 3.6 亿元。公司 1-9 月实现每股收益 0.266 元，每股净资产 6.2421 元，净资产收益率 4.26%，实现净利润 90,566.4 万元，同比减少 80.84%，营业总收入 657,229.4 万元，同比减少 54.1%。从运量上看，1-9 月公司共完成货物运输周转量 1,605 亿吨海里，同比下降 8.5%，实现营业收入 657,229 万元，同比下降 54.10%。

经济改善、分享收益

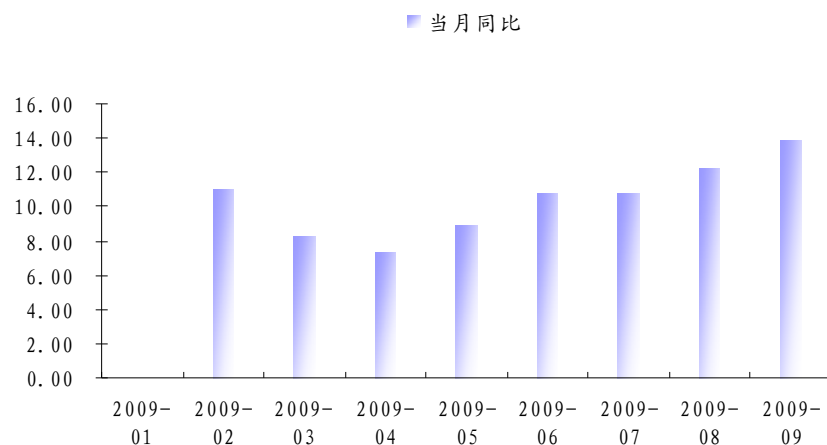
公司主要从事经营管理油轮和干散货轮运输业务，是国内最大的沿海原油和煤炭运输公司。其主要的收入来源具有来自于具有运输需求的行业、公司的需求大小，而这些都与经济形势密切相关。受经济危机的影响，公司去年至今业绩下滑明显，利润也直线下降。

营业状况将会得到改观。目前，从各方面看，经济正在改善，宏观形势走向好转。公司 09 年开始陆续投入大量油轮运力，主要用于近洋和远洋油品运输业务，有望成为公司新的利润增长点；同时，目前国际油轮运价正处于底部，未来随着全球经济复苏，油品消费上涨，运输需求也将恢复，而 2010 年单壳油轮的淘汰，也将成为公司油品运输业务快速发展的机会。对于公司的一大块业务-煤炭运输也将在四季度和明年逐渐恢复，不但在营业收入得以体现并且将直接改善公司利润。至于目前亏损的其他干散货运输，将在经济复苏中受益于铁矿石的高企需求，营业状况将会得到改观。

煤炭运输。煤炭作为一种资源，其价格具有较大波动性，受供求关系影响较大。而煤炭运输作为服务于煤炭这种资源的一种衍生性服务产品，其直接受影响于标的资产的市场需求。从公司的业务来看，煤炭运输包括内贸煤炭运输和外贸煤炭运输，其中内贸煤炭主要用于从秦皇岛到华东、华南的发电煤，而外贸煤炭主要是从澳大利亚纽卡斯尔港运至国内。

内贸煤炭需求增强。自从金融危机以来，我国政府采取积极措施刺激宏观经济发展并取得良好效果。以工业增加值为例，自今年尤其是二季度以来我国规模以上的工业增加值当月同比持续上升，在三季度实现了连续三个月两位数增长，显示宏观经济改善取得积极的进展。在四季度以及 2010 年，我国政府将继续保持宽松的货币政策，稳妥的推动经济的发展，我们认为今年“保八”已无悬念，经济正在复苏行程中良好运行。

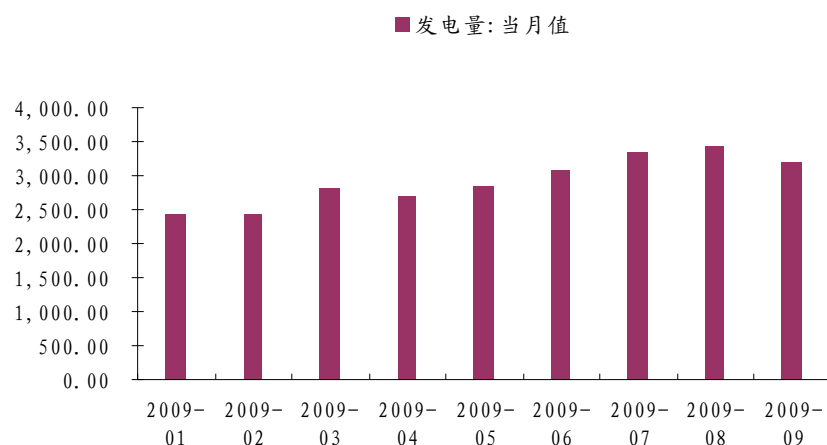
Figure 5 今年以来我国规模以上工业增加值当月同比



资料来源: WIND 资讯、世纪证券研究所

而另一个体现宏观经济运转的指标发电量也在稳步上升在高位保持稳定, 这说明工业经济恢复稳定。

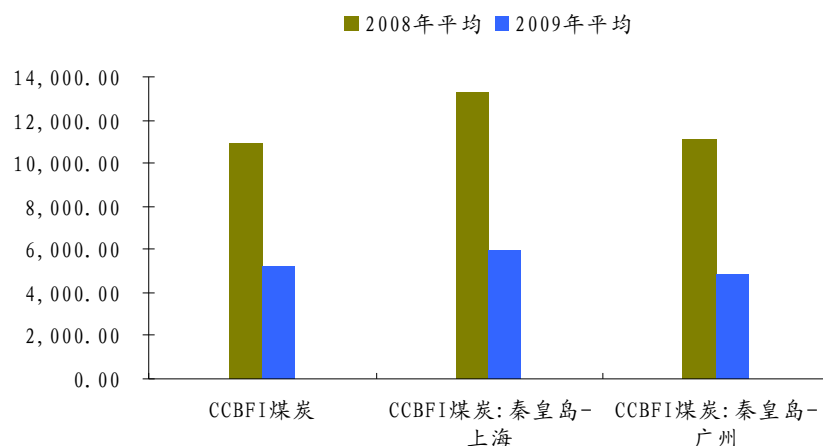
Figure 6 今年以来我国发电量 单位: 亿千瓦时



资料来源: WIND 资讯、世纪证券研究所

发电量的高位直接带动了煤炭的需求增长, 所以在四季度和 2010 年煤炭的需求会进一步增强。与此同时, 对比 2008、2009 年月度平均 CCBFI 煤炭指数, 不管是综合指数还是秦皇岛-上海的华东运输线还是秦皇岛-广州的华南运输线, 2009 年都大幅降低, 我们认为这种情况在未来经济转暖的预期下将会得到改善。因此在煤炭需求量和价格同时上涨的预期下, 我们认为在四季度和 2010 年出于宏观经济对于煤炭的需求, 煤炭运输需求将进一步释放、价格将适量回升, 而公司长期以来的合作伙伴的 COA 也使得公司运量有了保障, 这些对于公司煤炭运输业务来说是积极的信号。

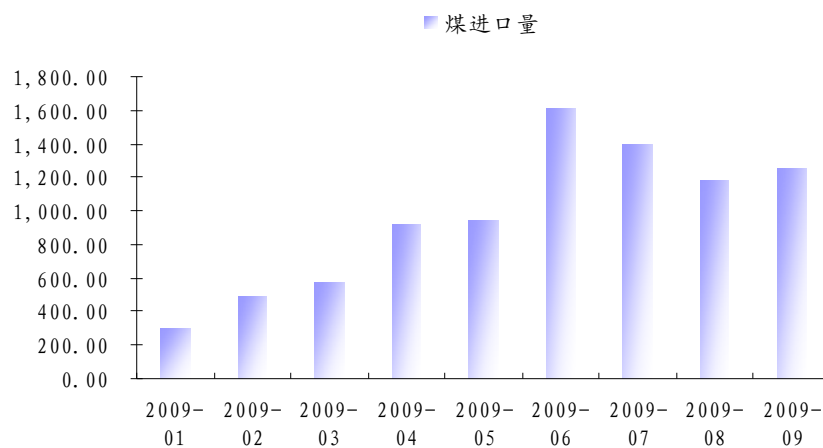
Figure 7 CCBFI 煤炭 2008、2009 月度平均对比



资料来源: WIND 资讯、世纪证券研究所

外贸煤炭运量增加。即使在今天的形势下, 外贸煤炭依然保持强劲增长势头, 虽然在 6 月达到高位后有所回调但是依然在高位徘徊。当然, 目前全球干散货运输市场运力压力十分严峻, 但是在全球经济复苏带动的煤炭需求增大的情况下, 我们认为运量将增加、运价小幅反弹是个大概率事件。

Figure 8 今年以来煤炭进口量 单位: 万吨



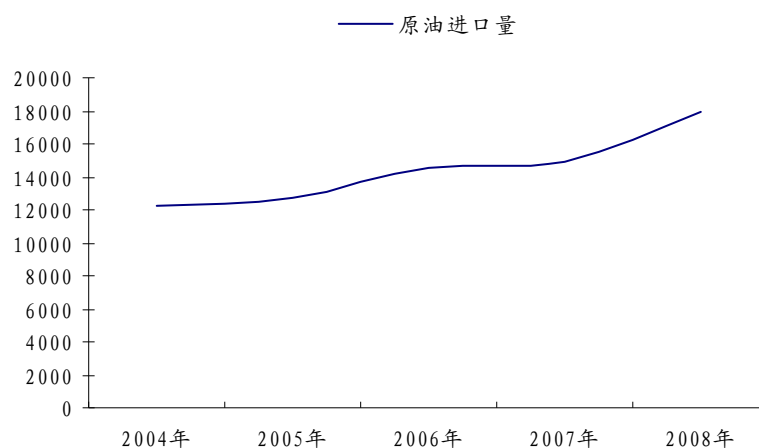
资料来源: WIND 资讯、世纪证券研究所

综上, 我们认为公司明年的煤炭运输运价有望小幅提升、运量得到较大提高, 从而对整个业务的营业收入产生相当的改善。

油品运输业务将大幅发展。从 2004 年到目前, 我国的原油进口量

一直在持续上升。我们认为这样的形势会一直持续下去：1、基于目前我国的经济的发展速度，原油消耗将会持续增加，这直接增加了对原油的需求；2、目前我国的原油产量不能满足自己的需要，而且有进一步下降的趋势；3、按照目前国内居民的消费态度，原油消耗将会增加，为适应需求我国的石油储备将增加。原油需求量的增加将直接增加了油品运输需求。

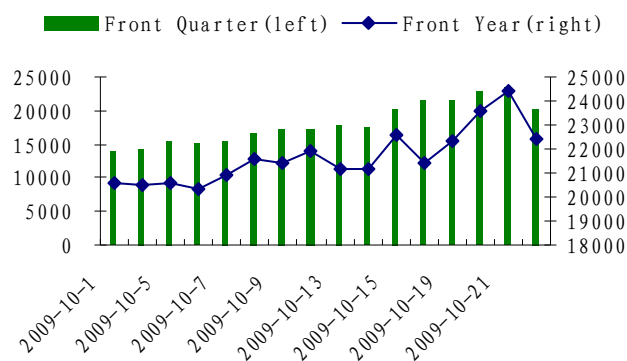
Figure 9 5 年来我国原油进口量 单位：万吨



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

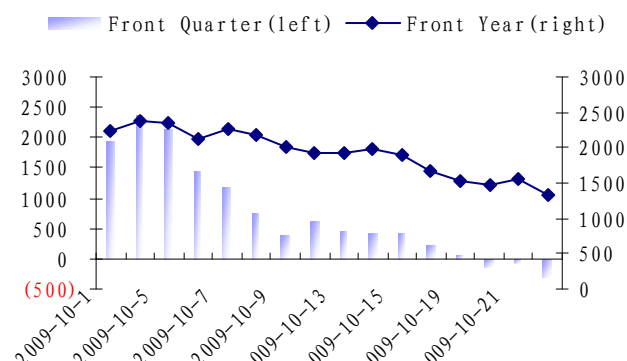
运价将走高。而对于运价的先行指标 FFA 也显示出积极的信号。FFA (VLCC)：2009 四季度和 2010 年的 FFA (VLCC) 在波折中上升达到相对高位后开始下降，而 2010 年的 FFA 价格明显高于现在和 2009 年 FFA 的运价。这体现了市场对 09 年四季度和 2010 年运价反弹的一致预期。FFA (MR)：进入 10 月份，2009 年四季度和 2010 年 FFA (MR) 持续下滑，而 2010 年的 FFA (MR) 始终高于 2009 年四季度的水平，这说明市场对于明年的运价有上涨的预期。

Figure 10 FFA (VLCC)



资料来源: Clarkson、世纪证券研究所

Figure 11 FFA (MR)



资料来源: Clarkson、世纪证券研究所

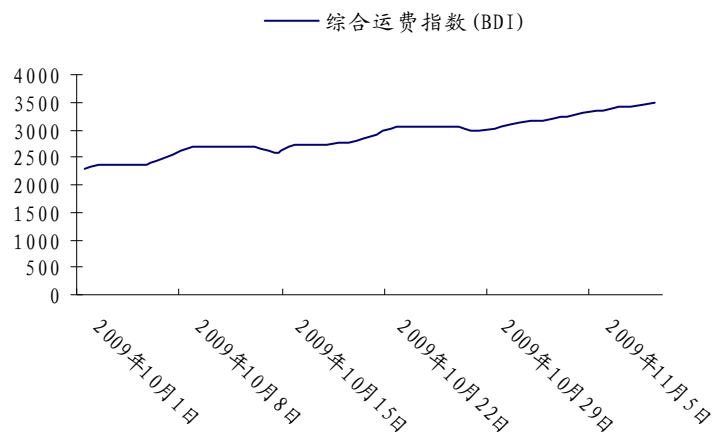
与此同时，油运市场运力压力虽然不小但是在 2010 年将得到极大释放。依照国际油运组织的 marpool 公约，在 2010 年所有的单壳船将退出市场。依照我们之前的分析，认为船东可能在 2010 年下半年集中拆解单壳船，由此占据总运力 15%左右的单壳船将彻底退出运输市场，这大大缓解了运力压力。

VLCC 增强运力和运途。从公司层面看，公司目前正在积极补充运力，而其中以 VLCC 为主打。目前，公司拥有 5 艘 VLCC，下半年及 2010 年分别增加 5 艘和 2 艘 VLCC，根据规划，至 2011 年末，中海发展拥有和管理的 VLCC 达到 14 艘，这不仅将提高公司运力而且对于扩大公司运输辐射范围、发展为远洋大型油运提供商有积极的推动作用。而从目前看，这些运力的增加将直接带动油品运输业务。

综合各方面因素，公司在油运市场复苏和公司运力增长双重推动下将持续改善油运业务营业收入和利润。

其他干散货：铁矿石。11 月 9 日，BDI 报收 3480，较 10 月 1 日上涨 1196 点，上涨幅度为 52%，较上周上涨 295 点，涨幅 9%。

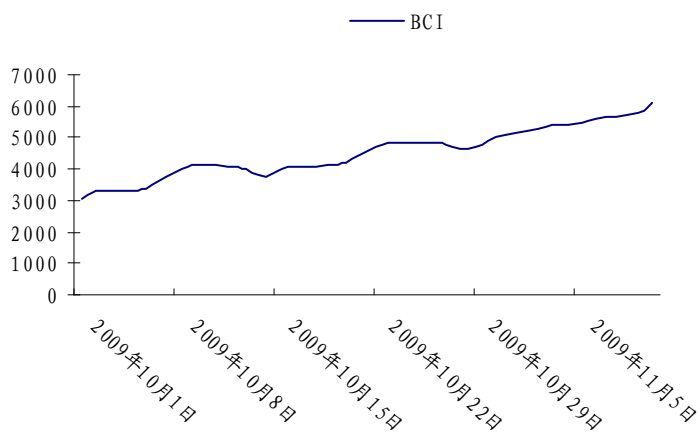
Figure 12 一个月以来 BDI 指数走势



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

11 月 9 日，BCI 报收 5764 点，较 10 月 1 日上涨 2704 点，上涨幅度为 88%，较上周上涨 508 点，上涨幅度为 10%。

Figure 13 一个月以来 BCI 指数走势

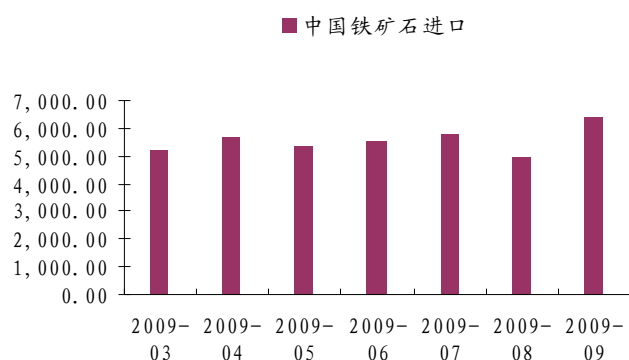


资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

依据 BDI 计算方法和数据分析，我们可以看是 BCI 推动了 BDI 的大幅上涨，而这是全球铁矿石大量进口的结局。换句话说，如果对铁矿石的进口持续保持，那么 BDI 还将继续维持高位甚至继续走高。

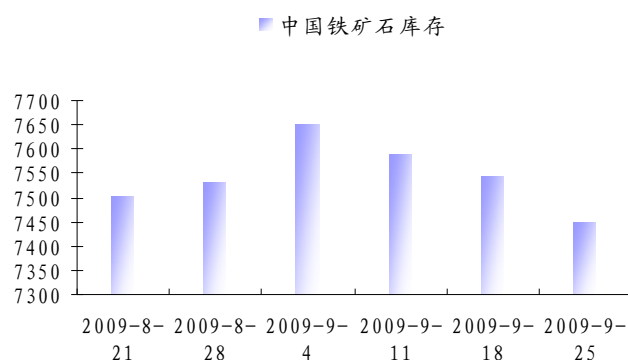
铁矿石进口依然强劲。目前中国工业增加值和 GDP 等表明，中国经济正在积极持续改善。地产在 10 月份的表现也体现了其作为经济引擎的作用。中国钢生产目前处于高位而钢价下跌空间有限，因此在 8 月份铁矿石进口量下降之后又创出了 9 月份的天高，而同时日本等铁矿石进口大国的铁矿石需求得到部分恢复，因此我们依然维持我们之前对进口铁矿石的高位的判断。

Figure 14 中国近期铁矿石进口量



资料来源: Clarkson、世纪证券研究所

Figure 15 中国近期铁矿石库存



资料来源: Clarkson、世纪证券研究所

综合各方面因素，我们认为在经济转好的情况下 2010 年全球干散货运输量比今年将有相对改善，BDI 短期内有可能震荡上升。从全球范围来看，目前干散货的运力压力严峻，虽然目前拆解量也在上升但是依据 Clarkons 预测在未来三年里将是干散货船交付的高峰期，这将继续加大运力压力。

把需求、供给与公司情况结合起来，我们认为干散货运输将有望增加，然后由于运力压力运价上涨空间有限，但是基于今年的形势和公司针对于干散货的运力规划，我们认为干散货运输将改善并逐渐会增加其占公司营业收入和利润占比。

投资评级

公司收入来源于运价和运量，看运量关键取决于公司运力和运营效率，运价则取决于整个市场的运力和市场需求，我们认为在一个更为长

远的行业发展来看，行业增长应该是取过去 20 年的均值增长量。公司目前和未来几年对油品运输的运力大幅增加，将直接扩展公司运距，从而使公司的运量得以提高。

在 2008 年内外贸的煤炭运输价格近 100 元/千吨海里，而在 2009 年降为 50 元/千吨海里，基于我们前的分析由于运力压力严峻，我们认为在未来几年运价难以大幅提升，我们预测运价在 50-60 元/千吨海里徘徊。对于油品运输，由于 COA 以及未发生供求失衡，运价保持基本稳定；而外贸油品运输则大幅下降，由于经济复苏的预期和供给压力相对缓和，我们认为运价有望大幅反弹，重新回到 2008 年附近水平，预计在 2010、2011 年可望在 30-40 元/千吨海里。干散货与油品运输情况相似，预计内贸小幅波动，外贸将会有个较大幅度的改善，预计内贸在 40-50 元/千吨海里，外贸在 20-30/千吨海里。

基于上面的分析，我们预计公司 09、10、11 年营业收入分别为 89.5 亿元、116.4 亿元、145.5 亿元，分别实现净利润 14.48 亿、23.1 亿、27.9 亿元，对应每股收益为 0.43 元、0.68 元和 0.82 元，给予买入评级。

Figure 16 预测利润表

利润表		单位: 百万元			
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	
营业收入	17562	8957	11644	14555	
营业成本	11115	7165	8733	10916	
营业税金及附加	332	251	326	408	
营业费用	38	26	31	37	
管理费用	257	141	168	217	
财务费用	62	63	82	102	
资产减值损失	100	52	61	64	
公允价值变动收益	-183	-45	-67	-79	
投资净收益	548	259	322	376	
营业利润	6023	1474	2499	3108	
营业外收入	422	344	398	388	
营业外支出	12	7	8	9	
利润总额	6433	1810	2889	3487	
所得税	1057	362	578	697	
净利润	5376	1448	2311	2790	
少数股东损益	3	1	1	1	
归属母公司净利润	5373	1447	2310	2788	
EBITDA	7124	2864	4251	5052	
EPS (元)	1.58	0.43	0.68	0.82	

资料来源: 世纪证券研究所

风险提示

如果市场需求比我们预测的小、油价大幅上扬, 那么对将直接减少公司收入同时增加运营成本。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.