

湘财证券研究所

交通运输行业

刘正

Tel: 021-68634510-8078

E-mail: lz2941@xcsc.com

目标价格: 21.30元
交易数据

当前价格: 13.31元

总股本: 34.0亿股

流通A股: 21.1亿股

流通H股: 12.9亿股

H股价格: 12.30港元

相关报告

 中海发展 (600026): 或将成为
 航运新骄子

 中海发展 (600026): 扬帆远
 航喜遇运价东风劲吹

事件

中海发展发布公告称1月29日与中国神华签订《增资协议》，本次双方共增资4.17亿元，其中中海发展增资1.95亿元，持股比例由原来的50%下降至49%。

未来四年还将与合营方中国神华对合营公司新世纪航运累计增资46亿元，其中公司增资额为22.5亿元。

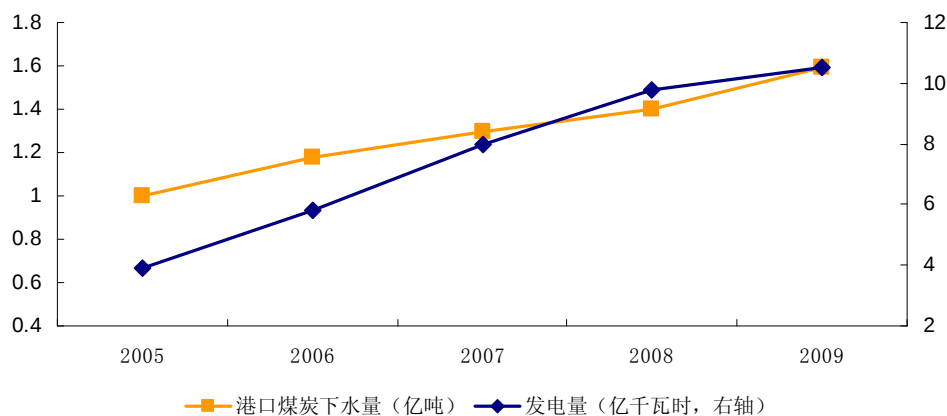
点评

公司此次增资有利于巩固与大货主中国神华之间的战略合作关系，但打破以往合营模式底线，由合营地位变成少数股东，表明公司为维持与大货主之间的业务关系在业务发展中所做出的退让或者说所处的不利地位。此次增资方式对其他合营方开启了一个不好的局面，将对公司本部煤运业务产生不利影响，我们调降了对公司本部2010年和2011年沿海煤运周转量。

□ 有利于巩固与中国神华的战略合作关系

新世纪航运是中海发展和中国神华的合营企业，主要承担中国神华的国华电厂绥中、太仓、台山、宁海电厂、惠州电厂等电煤运输任务。而中国神华是我国最大的煤炭生产企业，2009年其煤炭下水量和下属电厂发电量分别达到1.59亿吨和10.51亿千瓦时。

图 1 中国神华煤炭下水量和发电量



数据来源: 中国神华, 湘财证券研究所

与中国神华共同对新世纪航运增资有利于发展双方的战略合作关系, 能够进一步巩固和维持中国神华的客户地位, 对于保持沿海电煤运输市场份额起到积极作用。

□ 降低持股比例对其他合营方是一个不好的示范

中海发展沿海煤炭运输业务的运营方式有两种, 一是自营方式, 二是通过与大货

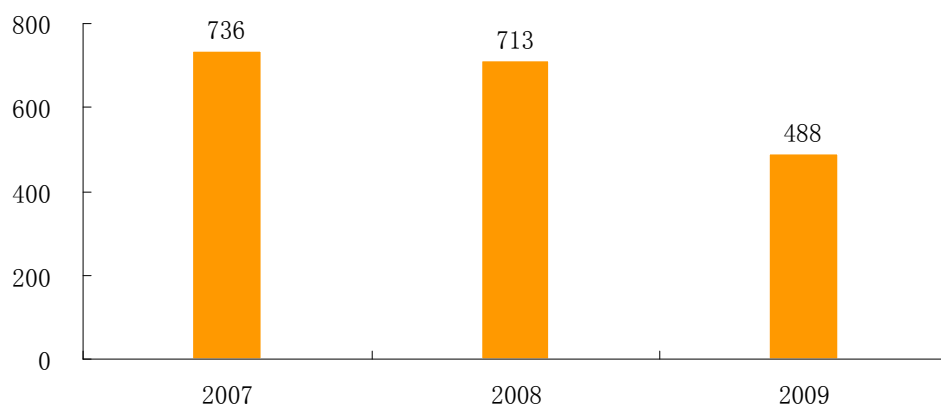
主合营的方式。公司近些年的发展形势表明，其沿海煤运自营业务逐年下降，而合营的煤运业务规模则不断提高。

表 1 中海发展合营公司概况

合营公司名称	主要业务	合营方	2009年底运力 (万载重吨)	2010E运力 (万载重吨)	2009H收入 (亿元)
时代航运	煤运	华能集团	103.5	148	4.58
新世纪航运	煤运	中国神华	32.6	50	1.52
友好航运	煤运	上海电力	6	6	0.47

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

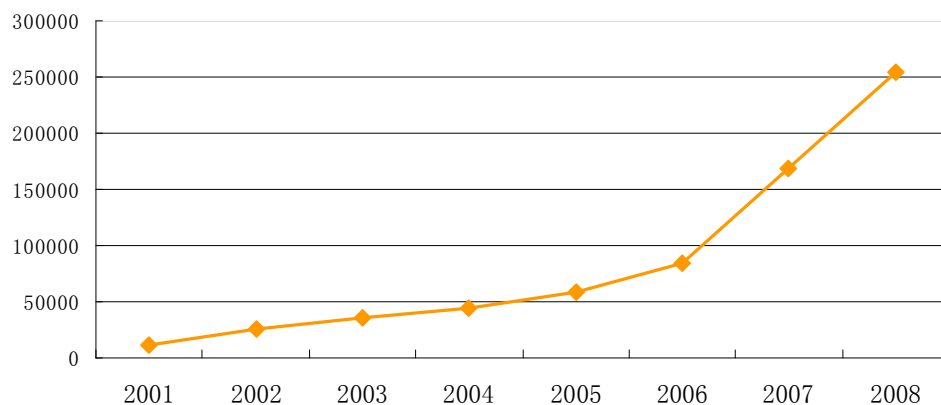
图 2 中海发展本部近三年沿海煤炭周转量不断下降



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

合营模式正被打破。与华能集团合营的时代航运是中海发展目前最大的合营公司，该公司的注册资本也经历了由 0.5 亿元增加至 12 亿元的快速增长及业务规模扩大和收入快速增长的过程。2008 年，时代航运电煤运输量已居全国第二位，占华能集团电厂电煤海运量的比例超过 60%。

图 3 时代航运收入变化（单位：万元）



数据来源：湘财证券研究所

但时代航运股权结构一直保持平衡的格局，中海发展委派总经理副党委书记，合营方委派党委书记副总经理。而新世纪航运增资后，合营方中国神华将取得控股地位，像时代航运这种均衡的组织结构安排预计将不复存在。

公司此次增资后股权比例下降对其他合营方如华能等来讲是开了一个不好的局面，打破了原先合营公司中约定的各 50%的股权比例。其他合营方有动力将股权比例高至 51%，获得合营公司的控股权，从而削弱公司在合营公司中的地位。

□ 新世纪航运实力将大幅度提高

如果双方增资到位，新世纪航运自有资本将超过 55 亿元，参照 2008 年时代航运的资产负债率 48%的水平，则 2013 年新世纪航运的资产规模将达到 100 亿元上下。将明显超过承运华能集团电煤海运量 60%以上或运量超过 2500 万吨电煤的时代航运 2009 年 3 月总资产规模的 42.62 亿元。

预计 2013 年后，新世纪航运的运力规模将超过 300 万载重吨，成为中海发展运力规模最大的参股公司，为中国神华电厂电煤运输需求及煤炭销售所需运输起到较好的保障作用。

但新世纪航运的发展能否给公司带来预期的投资收益将取决于其为关联方提供服务的价格制定机制。预计仍将采取长协价格附加燃油附加费调整机制。但考虑到该公司将成为中国神华控股企业，价格的制定将更加有利于中国神华而非中海发展。

□ 预计未来合营和参股公司电煤运量将超过本部

公司目前已经与华能集团、中国神华、上海电力和申能股份等大货主建立了合营公司。合营公司业务量的增加将对公司本部业务形成替代。

时代航运 2010 年运力规模超过 260 万载重吨（含在建），未来能够全部覆盖华能集团沿海电煤运输需求。而中国神华远期运力规模或将超过 300 万载重吨，也将能够满足满足 2012 年前后运输 3000 万吨电煤的海运需求。申能股份和上海电力的合营公司业务量也将会增长，预计未来合营公司业务量将超过公司本部。

□ 鉴于合营公司业务量的增长必将对中海发展本部煤运业务形成替代，因此我们调低中海发展 2010 年和 2011 年煤炭业务量预测，同时调高其投资收益

内贸煤运周转量分别调降 14%至 600 亿吨海里和 660 亿吨海里，而投资收益分别调升至 2 亿元和 3 亿元。

□ 维持“买入”评级。预计 2009~2011 年公司 EPS 分别为 0.38 元、0.89 元和 1.41 元，2010 年和 2011 年 EPS 分别调降 0.02 元和 0.30 元，仍维持“买入”评级。

表 2 中海发展主要财务数据

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（万元）	1,756,204	905,182	1,387,265	2,005,370
增速（%）	38.43	-48.46	53.26	44.56
营业成本	1,111,479	713,502	1,032,369	1,453,661
增速（%）	51.44	-35.81	44.69	40.81
营业利润率（%）	34.29	16.61	24.58	28.39
净利润（万元）	537,600	127,911	303,418	481,487
增速（%）	16.97	-76.21	137.21	58.69
EPS（元）	1.59	0.38	0.89	1.41

资料来源：公司数据，湘财证券研究所

表 3 国际可比公司估值

国际干散货航运公司估值

公司名称	股票代码	当前价格 (1.29)	09P/E	09P/B	09ROE (%)	09ROA (%)
DIANA SHIPPING INC	DSX US Equity	13.86	7.68	1.23	16.80	12.95
KAWASAKI KISEN KAISHA LTD	9107 JP Equity	321.00	0.00	0.61	-18.54	-5.91
EXCEL MARITIME CARRIERS LTD	EXM US Equity	6.04	1.10	0.34	-5.18	-2.04
PRECIOUS SHIPPING PCL	PSL TB Equity	18.60	5.04	1.14	23.59	20.38
DRYSHIPS INC	DRYS US Equity	5.81	0.00	0.56	-43.73	-19.83
EAGLE BULK SHIPPING INC	EGLE US Equity	5.08	5.01	0.51	7.20	2.81
GENCO SHIPPING & TRADING LTD	GNK US Equity	20.32	6.82	0.83	0.22	0.08
SINOTRANS SHIPPING LTD	368 HK Equity	3.58	8.26	0.91	11.30	10.72
PACIFIC BASIN SHIPPING LTD	2343 HK Equity	5.7	8.69	0.96	10.62	6.49
平均			4.73	0.79	0.25	2.85

国外集运上市公司估值

公司名称	股票代码	当前价格 (1.29)	09P/E	09P/B	09ROE (%)	09ROA (%)
A P MOLLER - MAERSK A/S - B (马士基海陆有限公司)	MAERSKB DC Equity	41450	93.95	1.04	1.21	0.50
EVERGREEN MARINE (长荣海运)	2603 TT Equity	18.5	82.38	0.84	0.96	0.47
HANJIN SHIPPING HOLDINGS CO (韩进海运)	000700 KS Equity	15300	0.66	0.05	9.10	3.19
YANG MING MARINE TRANSPORT (阳明海运)	2609 TT Equity	11.5	57.14	0.65	1.12	0.49
HYUNDAI MERCHANT MARINE (现代商船株式会社)	011200 KS Equity	29000	5.17	1.19	28.00	8.76
SEASPAR CORP (西斯班)	SSW US Equity	11.2	7.69	0.64	-17.30	-5.15
NEPTUNE ORIENT LINES LTD (东方海皇轮船公司)	NOL SP Equity	1.71	n. a	0.98	-23.99	-11.93
NIPPON YUSEN (日本邮船)	9101 JP Equity	313	0.00	0.67	-10.54	-2.89
ORIENT OVERSEAS INTL LTD (东方海外货柜航运)	316 HK Equity	53.45	n. a	0.70	-2.80	-1.61
平均			35.28	0.75	-1.58	-0.91

国外油轮公司估值

公司名称	股票代码	当前价格 (1.29)	09P/E	09P/B	09ROE (%)	09ROA (%)
TEEKAY CORP	TK US Equity	24.84	0.00	0.79	-22.56	-5.26
NORDIC AMER TANKER SHIPPING	NAT US Equity	30.24	38.16	1.35	2.54	2.50
KNIGHTSBRIDGE TANKERS LTD	VLCCF US Equity	14.48	11.13	0.99	9.02	5.95
TOP SHIPS INC	TOPS US Equity	1.12	2.85	0.11	-2.06	-0.83
OVERSEAS SHIPHOLDING GROUP	OSG US Equity	45.19	12.16	0.65	0.72	0.33
SHIP FINANCE INTL LTD	SFL US Equity	14.82	6.47	1.60	19.71	4.28
TSAKOS ENERGY NAVIGATION LTD	TNP US Equity	16.27	7.54	0.59	7.84	2.85
GENERAL MARITIME CORP	GMR US Equity	6.47	7.27	0.97	9.20	2.54
平均			10.70	0.88	3.05	1.54

数据来源：BLOOMBERG，湘财证券研究所

表 4 中海发展营业收入预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
油运收入	480,828	607,971	509,931	780,205	1,025,100
内贸收入	207,154	223,050	256,294	296,666	317,900
周转量	165	181	196	216	220
单位收入	126	123	131	138	145
外贸收入	273,675	384,922	253,638	483,540	707,200
周转量	807	859	1,039	1,524	1,768
单位收入	34	45	24	32	40
煤运收入	540,413	708,301	278,961	396,560	446,000
内贸收入	488,438	689,961	254,906	360,000	396,000
周转量	736	713	498	600	660
单位收入	66	97	51	60	60
外贸收入	51,975	18,340	24,054	36,560	50,000
周转量	77	37	68	80	100
单位收入	68	49	35	46	50
杂运收入	216,440	250,724	95,940	188,500	510,000
内贸收入	51,935	59,135	29,306	38,500	60,000
周转量	80	77	69	70	100
单位收入	65	77	42	55	60
外贸收入	164,505	191,588	66,634	150,000	450,000
周转量	299	427	339	500	1,500
单位收入	55	45	20	30	30
其他收入	31,015	189,208	20,350	22,000	24,000
营业收入	1,268,697	1,756,204	905,182	1,387,265	2,005,100

资料来源：公司数据，湘财证券研究所

表 5 中海发展利润表

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,268,697	1,756,204	905,182	1,387,265	2,005,370
营业成本	733,927	1,111,479	713,502	1,007,099	1,389,916
营业税金及附加	24,739	33,181	19,914	28,945	44,352
营业费用	3,674	3,791	3,272	3,435	3,607
管理费用	16,517	25,688	19,774	22,740	26,151
财务费用	19,489	6,233	4,374	5,000	10,000
资产减值损失	933	10,038	0	0	0
公允价值变动收益	9,840	-18,320	0	0	0
投资收益	15,998	54,785	6,000	15,000	25,000
营业利润	495,256	602,259	150,346	340,997	569,291
营业外收入	42,920	42,160	12,262	30,000	40,000
营业外支出	406	1,150	250	2,000	2,000
利润总额	537,770	643,269	162,358	388,997	617,291
所得税费用	78,165	105,669	34,447	85,579	135,804
净利润	459,605	537,600	127,911	310,265	579,425
EPS	1.38	1.59	0.38	0.89	1.41

资料来源：公司数据，湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。