

中海发展（600026）：煤炭运价提升

油品运价企稳

增持（维持）

交通运输/航运

当前股价：11.44 元

报告日期：2010 年 4 月 22 日

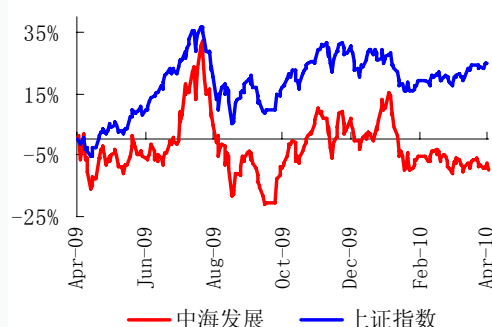
主要财务指标（单位：百万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	8,919	11,836	15,498	22,721
(+/-)	-49.2%	32.7%	30.9%	46.6%
营业利润	1,187	2,557	3,383	3,951
(+/-)	-80.3%	115.5%	32.3%	16.8%
归属于母公司 的净利润	1,065	2,166	2,827	3,281
(+/-)	-80.2%	103.4%	30.5%	16.1%
每股收益（元）	0.31	0.64	0.83	0.96
市盈率（倍）	36.6	18.0	13.8	11.9

公司基本情况（2010 年 3 月 31 日止）

总股本/已流通 A 股（万股）	340,455/340,455
流通市值（亿元）	241.22
每股净资产（元）	6.41
资产负债率（%）	36.24

股价表现（最近一年）



联系人——孟昊琳

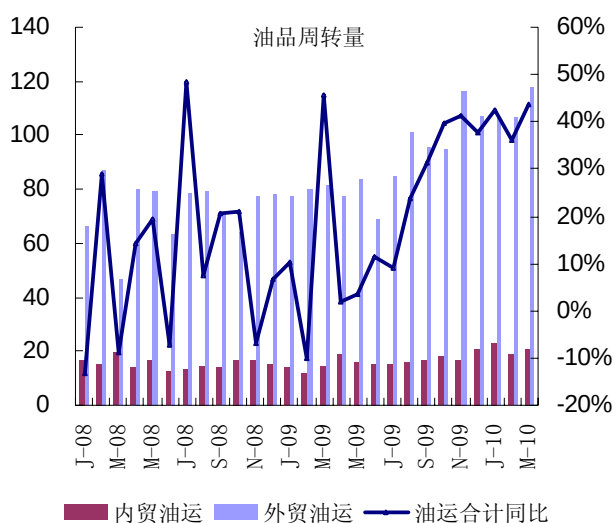
010-66045558 menghl@txsec.com

服务热线 010-66045555

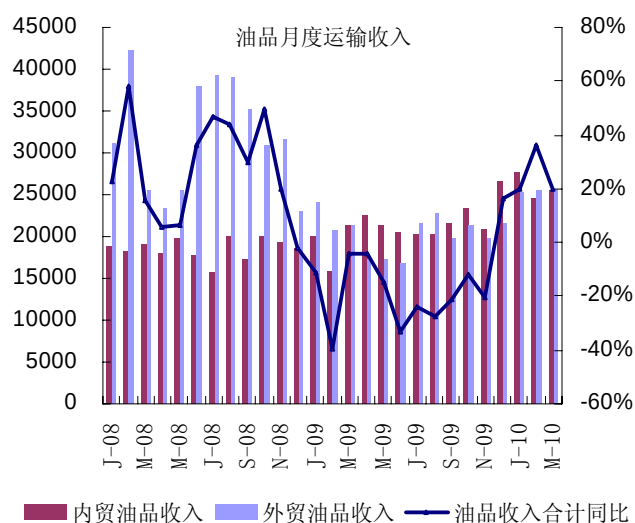
服务邮箱 service@txsec.com

- 2010年一季度公司实现营业收入27.19亿元，同比增长27.85%；实现营业利润4.86亿元，同比增长28.71%；实现归属母公司净利润4.58亿元，同比增长37.19%；实现EPS0.135元。由于去年四季度补提两年企业年金，今年一季度毛利率环比提升9.16个百分点。
- 内贸煤炭运输量低于预期，而运价均有所提升，煤炭收入录得29%的增长。一季度公司共完成货物运输量3934.6万吨，同比增长12.9%。其中油品、煤炭运输量分别完成2028、1345万吨，同比增长25%、-2.9%。一季度由于恶劣天气、用煤需求旺盛等因素影响，国内煤炭价格上升，进口煤炭价格优势凸显，公司一季度内贸煤炭运输量同比减少7.5%，低于预期，外贸煤炭运输量增长258.6%。但受益于沿海、外贸煤炭运价上涨，一季度煤炭收入仍录得29%的增长。
- 内外贸油品运价均同比下滑，运输量均同比增长，油品运输收入录得24.7%的增长。一季度内外贸油品运输量分别为1190万吨、838万吨，分别同比增长36.1%、12.1%；但运价分别同比下降11.1%、16.9%。
- 投资收益、营业外收支大幅增长。一季度投资收益为4,642万元，同比增长298.26%。主要原因是与中国神华能源股份有限公司的合营公司—神华中海航运有限公司的经营业绩同比出现较大提升；营业外收支净额为9,101万元，同比增长267.78%，主要是处置5艘老旧船舶实现净收益9,331万元。
- 新船交付后利息支出费用化，财务费用快速增长。2009年利息支出2.46亿元，其中资本化利息1.77亿元，全年财务费用仅4900万元，资本化比例较高。今年一季度财务费用为3,533万元，同比增长453.90%，主要原因是随着新造船舶陆续完工交付，相关借款的利息支出予以费用化。
- 目前公司沿海COA合同运价低于市场运价。据推算2010年COA合同价格为：到华南是60元/吨，到华东是43元/吨，而从年初至今市场均值分别为68元、50元。若今后市场运价持续高于合同价，那么公司完成合同运量的可能性增强。
- 沿海煤炭运价有望维持，油轮运价有望企稳。预计二季度沿海煤炭运价将维持在目前的高位，煤炭运输毛利率将有所提升；油轮运价有望企稳，油品毛利率将与一季度持平。预计2010-2011年EPS为0.65元、0.83元，当前股价对应市盈率分别为18倍和14倍，维持增持评级。

图表 1: 油品周转量高速增长



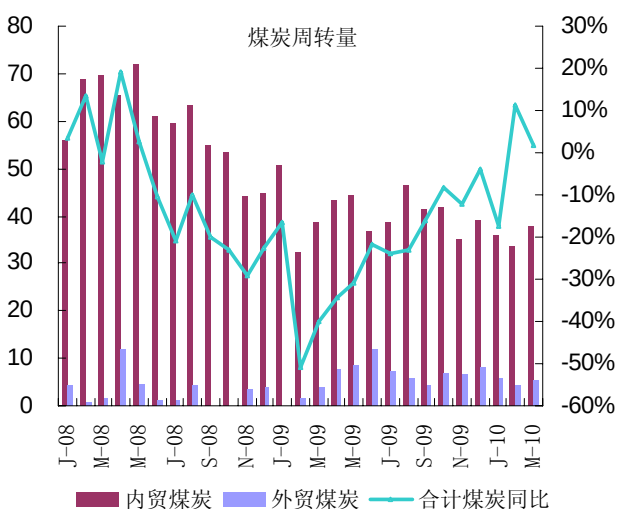
图表 2: 油品收入小幅增长



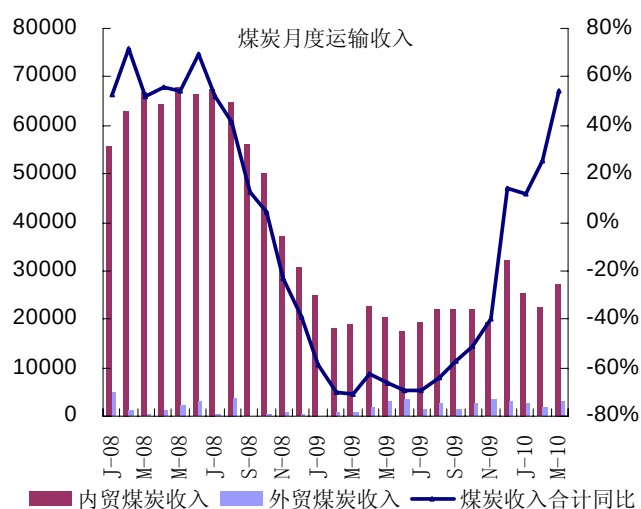
来源: 公司公告、天相投顾

来源: 公司公告、天相投顾

图表 3: 内贸煤炭周转量下滑、外贸煤炭激增



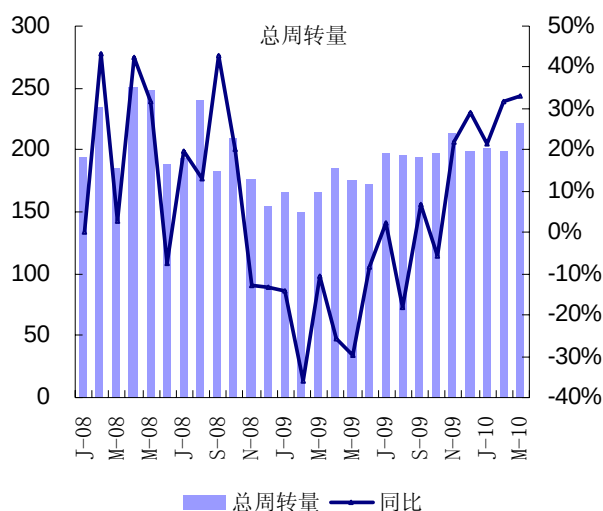
图表 4: 煤炭收入快速增长



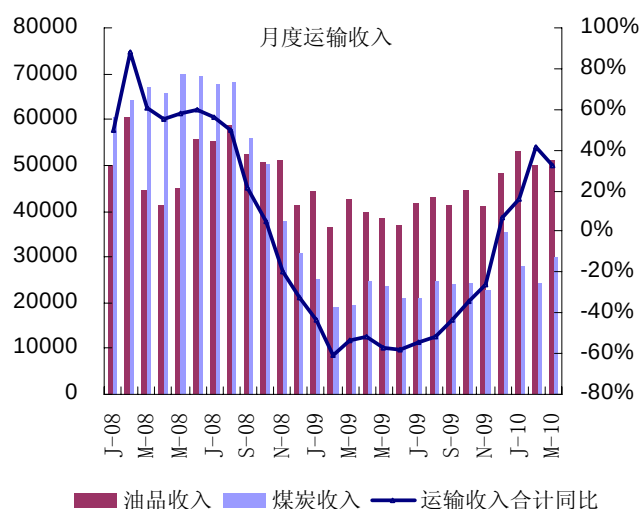
来源: 公司公告、天相投顾

来源: 公司公告、天相投顾

图表 5：总周转量增速较快



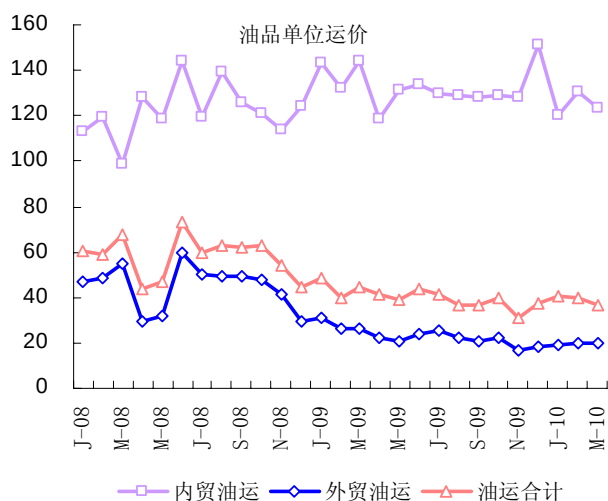
图表 6：油品收入是公司收入主要来源



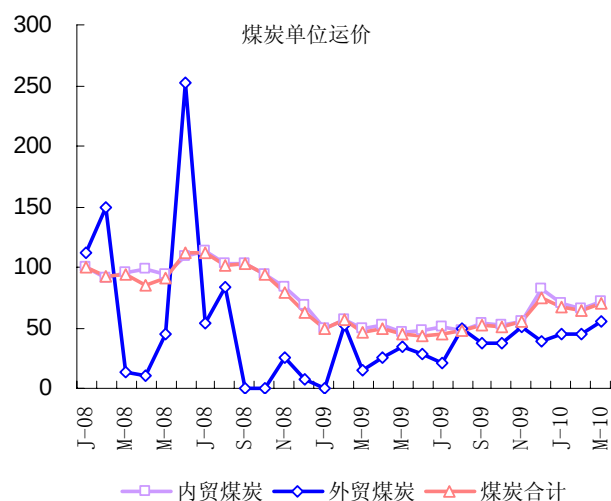
来源：公司公告、天相投顾

来源：公司公告、天相投顾

图表 7：内贸油运价格震荡、外贸企稳、油运总体下降



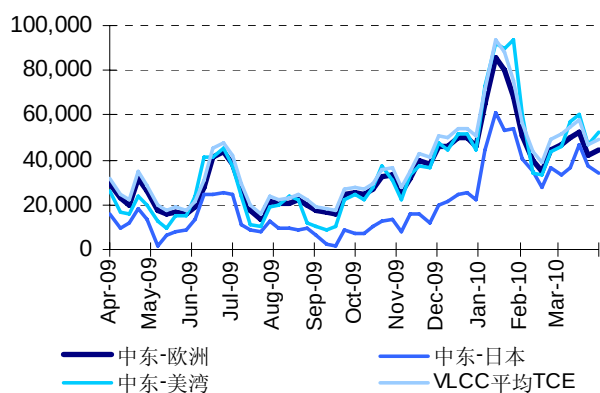
图表 8：煤炭运价稳步提升



来源：公司公告、天相投顾

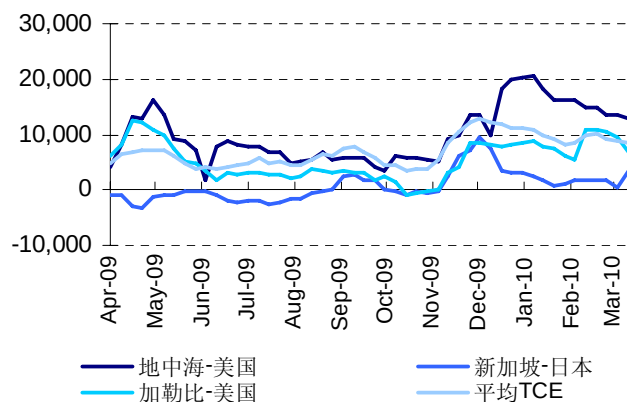
来源：公司公告、天相投顾

图表 9: VLCC TCE 水平



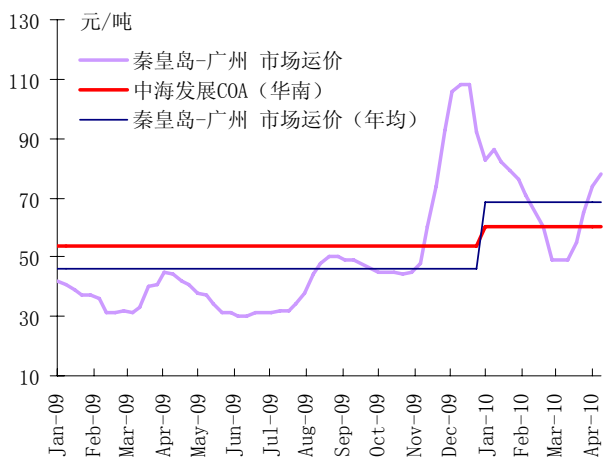
来源: Clarkson、天相投顾

图表 10: MR TCE 水平



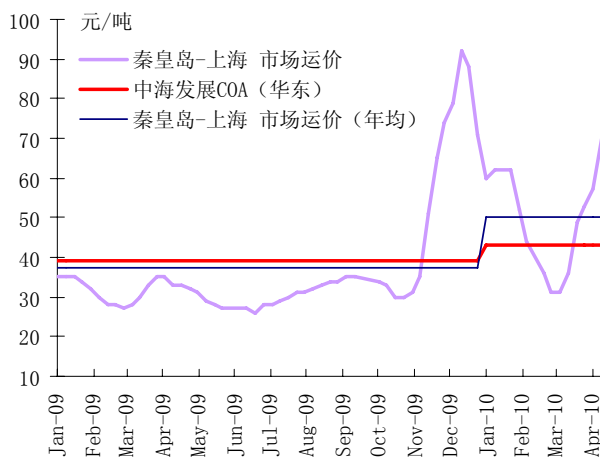
来源: Clarkson、天相投顾

图表 11: 中海发展的合同运价低于市场运价 (华南)



来源: 中华航运网、天相投顾

图表 12: 中海发展的合同运价低于市场运价 (华东)



来源: 中华航运网、天相投顾

图表 13：一季度运量、收入、单价

	运输量	2010Q1	增减%
内贸	油运	1,190.00	36.1
	煤运	1,258.60	-7.5
	杂运	353.5	13.6
	合计	2,802.10	10
外贸	油运	838.1	12.1
	煤运	86.2	258.6
	杂运	208.2	24.6
	合计	1,132.60	20.6
合计	油运	2,028.10	25
	煤运	1,344.80	-2.9
	杂运	561.7	17.5
	合计	3,934.60	12.9
	收入	2010Q1	增减%
内贸	油运	77,574.40	35.6
	煤运	74,943.30	20.3
	杂运	11,527.70	64.8
	合计	164,045.50	29.7
外贸	油运	76,491.90	15.3
	煤运	7,460.80	343.3
	杂运	23,776.80	30.9
	合计	107,729.50	25
合计	油运	154,066.40	24.7
	煤运	82,404.10	28.8
	杂运	35,304.50	40.3
	合计	271,775.00	27.8
	单价	2010Q1	增减%
内贸	油运	124.6	-11.1
	煤运	69.6	35.9
	杂运	50.2	23.9
	合计	85	20.8
外贸	油运	23.1	-16.9
	煤运	48.1	60
	杂运	29	-5.3
	合计	25.1	-11.5
合计	油运	39.1	-11.4
	煤运	66.9	33.1
	杂运	33.7	2.4
	合计	43.7	-0.7

来源：公司公告、天相投顾

图表 14：分季度利润表

单位：万元	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1
一、营业收入	212,655	208,902	235,672	234,691	271,880
营业收入环比		-1.76%	12.81%	-0.42%	15.85%
主营业务毛利率	21.91%	22.76%	18.09%	12.35%	21.51%
二、营业总成本	175,934	172,573	206,073	227,556	227,921
营业成本	166,061	161,353	193,044	205,698	213,406
营业成本环比		-2.83%	19.64%	6.56%	3.75%
营业税金及附加	4,473	4,987	4,956	4,050	3,324
资产减值损失	0	0	0	21	-21
期间费用	5,400	6,233	8,073	17,787	11,211
其中：销售费用	771	914	971	1,239	1,033
管理费用	3,990	5,347	5,220	14,098	6,645
财务费用	639	-29	1,882	2,449	3,533
期间费用率	2.54%	2.98%	3.43%	7.58%	4.12%
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1,166	-1,077	2,776	6,020	4,642
加：影响营业利润的其他科目	0	0	0	0	0
三、营业利润	37,886	35,252	32,376	13,155	48,601
营业利润环比		-6.95%	-8.16%	-59.37%	269.46%
营业利润率	17.82%	16.87%	13.74%	5.61%	17.88%
加：营业外收入	2,533	3,598	3,638	6,346	9,252
减：营业外支出	59	138	32	322	152
其中：非流动资产处置净损失	0	115	4	4	2
加：影响利润总额的其他项目	0	0	0	0	0
四、利润总额	40,361	38,713	35,982	19,178	57,702
利润总额环比		-4.08%	-7.05%	-46.70%	200.87%
减：所得税	8,456	9,103	6,854	3,358	12,113
实际所得税率	20.95%	23.51%	19.05%	17.51%	20.99%
五、净利润	31,905	29,610	29,128	15,821	45,589
净利润增长		-7.19%	-1.63%	-45.69%	188.16%
其中：归属母公司所有者净利润	31,789	29,575	29,203	15,913	45,841
母公司净利润环比		-6.96%	-1.26%	-45.51%	188.07%
净利率	14.95%	14.17%	12.36%	6.74%	16.77%
少数股东损益	116	35	-74	-92	-253
总股本（万股）	340455	340455	340455	340455	340455
摊薄每股收益（元/股）	0.093	0.087	0.086	0.047	0.135

来源：公司公告、天相投顾

图表 15：公司新船交付计划

	2009-12-31 (万载重吨)	2010年	2011年	2012年
油轮	509	4*VLCC 6*Panamax	3*Panamax	—
		169万载重吨	23万载重吨	—
散货船	380	4*VLCC	7*VLCC	5*VLCC
		7*Handy	8*Handy	4*Handy
		2*Panamax	4*Panamax	4*Panamax
		103万载重吨	258万载重吨	203万载重吨

来源：公司资料、天相投顾

图表 16：2009 年 12 月 31 日公司船队结构

	艘数	载重吨（万）	平均船龄（年）
油轮	63	509	8.9
散货轮	101	380	19.8
公司数	164	889	15.6
合营公司	37	155	15.9
合计	201	1044	15.7

来源：公司公告、天相投顾

图表 17：资本性开支

2009	2010F	2011F	2012F
39.19	70.3	74.9	30.4

来源：公司年报、天相投顾

图表 18：中海发展盈利预测

单位：万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	1,756,204	891,920	1,183,610	1,549,777	2,272,114
营业收入增长	38.43%	-49.21%	32.70%	30.94%	46.61%
主营业务毛利率	36.71%	18.59%	28.51%	29.68%	25.15%
二、营业总成本	1,190,410	782,136	937,205	1,221,250	1,887,335
其中：主营业务成本	1,111,479	726,156	846,149	1,089,752	1,700,786
营业税金及附加	33,181	18,467	22,489	29,446	43,170
资产减值损失	10,038	21	0	1	2
期间费用	35,712	37,492	68,567	102,051	143,377
其中：销售费用	3,791	3,895	4,734	2,790	1,590
管理费用	25,688	28,655	37,994	49,748	72,935
财务费用	6,233	4,942	25,839	49,514	68,852
期间费用率	2.03%	4.20%	5.79%	6.58%	6.31%
加：公允价值变动净收益	-18,320	0	0	1	2
投资净收益	54,785	8,885	9,329	9,795	10,285
加：影响营业利润的其他科目	0	0	0	1	2
三、营业利润	602,259	118,669	255,734	338,324	395,068
营业利润增长	21.61%	-80.30%	115.50%	32.30%	16.77%
营业利润率	34.29%	13.30%	21.61%	21.83%	17.39%
加：营业外收入	42,160	16,115	16,000	16,000	16,000
减：营业外支出	1,150	550	600	600	600
其中：非流动资产处置净损失	295	123	0	0	0
加：影响利润总额的其他项目	0	0	0	0	0
四、利润总额	643,268	134,234	271,134	353,724	410,468
利润总额增长	19.62%	-79.13%	101.99%	30.46%	16.04%
减：所得税	105,669	27,770	54,227	70,745	82,094
实际所得税率	16.43%	20.69%	20.00%	20.00%	20.00%
五、净利润	537,600	106,464	216,907	282,979	328,374
净利润增长	16.97%	-80.20%	103.74%	30.46%	16.04%
其中：归属母公司所有者净利润	537,301	106,479	216,607	282,678	328,072
母公司净利润增长	16.90%	-80.18%	103.43%	30.50%	16.06%
净利润率	30.59%	11.94%	18.30%	18.24%	14.44%
少数股东损益	299	-15	300	301	302
基本每股收益（元/股）	1.58	0.31	0.64	0.83	0.96

来源：天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002