

湘财证券研究所
交通运输研究小组

刘正

Tel: 021-68634510-8078

E-Mail: lz2941@xcsc.com

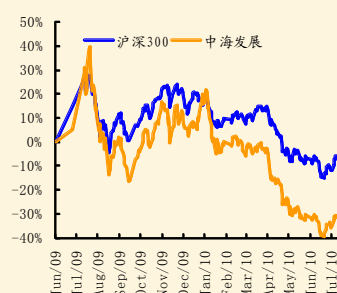
刘江渝

Tel: 021-68634510-8278

E-Mail: lly2775@xcsc.com

公司数据

当前价格	9.10
目标价格	23.50
52周波动区间	18.79
	7.80
流通A股(亿股)	21.09
总市值(亿元)	309.81
日均成交量(百万股)	12.81

最近一年股价表现

投资要点
□ 估值降至谷底, 维持“买入”评级

我们对中海发展的财测模型略作调整, 调整后的 2010-2012 年 EPS 分别为 0.64 元、0.94 元和 1.05 元, 比此前的预测有所下调。公司 2011 年动态市盈率仅为 10X, 且市净率亦是历史最低区域, 估值在同行业中处于优势, 我们维持其“买入”的投资评级, 且上调 12 个月目标价 10% 至 23.5 元

□ 沿海运输业务超出预期, 收入和盈利贡献明显增加

尽管上半年远洋业务的周转量比例升至 68%, 沿海油运和煤运收入却占总收入的比例达到 63%, 表明公司在沿海业务中仍具优势。这主要归因于公司沿海煤运单位周转量收入同比上升了 26%, 以及沿海油运业务量大幅度的增长 40%, 我们判断沿海油运业务 2010 年依然能够维持 35-40% 的毛利率, 成为公司利润增长的主要因素。

□ 来自合营公司的投资收益有显著提升空间

我们坚信来自旗下主要合营公司时代航运和神华中海的投资收益在未来 3 年将会有明显的增长, 2012 年投资收益料将达到 7.5 亿元。主要原因是运费提升背景下经营规模将现大幅度的提升, 此外与华润电力及申能的合营公司亦有良好的发展前景。此外, 随着公司 VLCC 的交付, 预计来自进口铁矿石业务的利润贡献在 2013 年可达 2 亿元左右。

□ 现金获取能力增强, 股权融资可能性低

2011 年将是公司资本支出高峰, 考虑到公司健康的负债表及较低债务融资成本和经营性现金流的明显提升, 我们判断公司股权融资的可能性小。

□ 风险提示: 2011 年沿海煤炭 COA 运费低于预期风险等。

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	1,756,204	891,920	1,235,230	1,532,819	1,676,293
增速(%)	38.43	-48.46	38.49	24.09	9.36
营业成本	1,111,479	726,156	921,816	1,100,648	1,214,520
增速(%)	51.44	-35.81	26.94	19.40	10.35
营业利润率(%)	34.29	16.61	21.38	25.65	26.75
净利润(万元)	537,600	106,464	217,062	320,710	359,141
增速(%)	16.97	-76.21	103.88	47.75	11.98
EPS(元)	1.59	0.31	0.64	0.94	1.05
P/E(X)	6	29	14	10	9

目 录

1、煤运和油运各有亮点.....	4
1.1 沿海业务收入仍占大头.....	4
1.2 沿海煤运单位运费明显上升，促煤运收入在量跌下逆势增长	4
1.3 油运运力显著增长，周转量提升促收入增长.....	5
1.4 沿海业务保驾护航，盈利显著回升.....	7
2、下半年盈利仍将增长.....	7
2.1 干散货类大宗商品进口略放缓，但不影响公司运力和业务发展	7
2.2 公司目前主要的不确定性主要来自油运市场的变化.....	8
2.3 来自合营公司的投资收益存在较大上升的空间.....	9
3、将度过资本支出高峰，股权融资需求低.....	11
3.1 公司 2011 年资本支出规模达到顶峰.....	11
3.2 资产负债表依然健康，进行股权融资的可能性低.....	11
4、油价上升，燃油成本规模攀升	12
5、盈利预测、估值和投资建议	13
5.1 我们调整了盈利预测模型，财测有所下调.....	13
5.2 估值很低，维持“买入”评级	14
6、风险提示	15

图表目录

图 1 中海发展前 5 个月收入结构	4
图 2 中海发展沿海煤炭周转量（亿吨海里）	5
图 3 南方主要经济大省发电量增速	5
图 4 沿海煤炭和粮食运费指数走势	5
图 5 外贸油运周转量	6
图 6 沿海油运周转量	6
图 7 上半年成品油运输市场疲软	7
图 8 我国月度铁矿石进口量持续下滑	8
图 9 我国原油进口增长趋势不减	9
图 10 公司未来 3 年资本支出计划	11
图 11 燃油价格走势	12
图 12 中海发展燃油成本及占营业成本比例	13
图 13 中海发展运力发展规划	14
图 14 中海发展市净率已颇具吸引力	15
表 1 时代航运盈利预测	10
表 2 中海发展 VLCC 项目回报测算	10
表 3 中海发展投资收益预测（单位：万元）	11
表 4 中海发展资本结构和偿债能力关键指标	12
表 5 中海发展主要盈利数据	14
表 6 中海发展盈利预测	17
表 7 中海发展利润表	18
表 8 中海发展运力及发展规划表	19

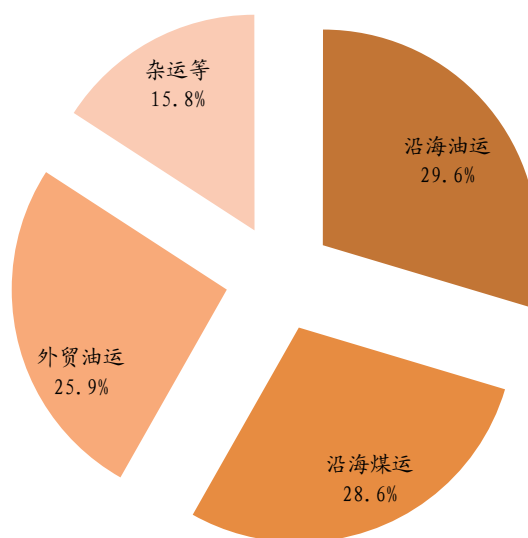
1、煤运和油运各有亮点

1.1 沿海业务收入仍占大头

中海发展上半年货运量 1324 万吨，同比增长 10.2%，周转量 1273 亿吨海里，同比增长 25.3%，其中远洋业务的周转量占全部周转量的比例升至 68%，表明公司远洋业务的确在不断增长。

尽管中海发展远洋业务的周转量占全部周转量的比例上升，但从前 5 个月收入数据看，中海发展收入结构中仍以沿海的油运和煤运为主，二者占比 62.5%。我们认为出现这种情况表明，公司在沿海业务中仍具优势，二是国际油运市场仍相对疲软。

图 1 中海发展前 5 个月收入结构

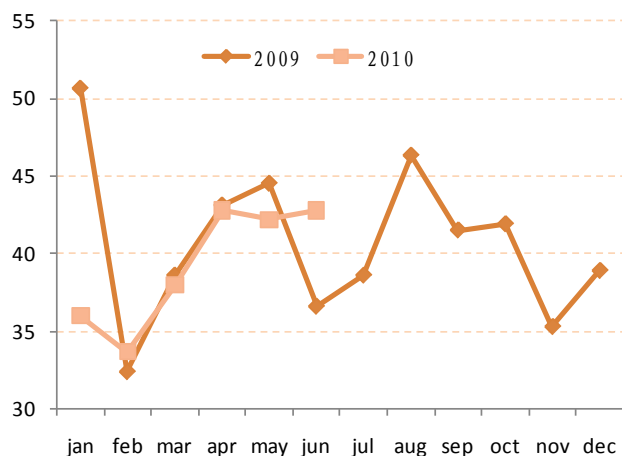


数据来源：公司数据，湘财证券研究所

1.2 沿海煤运单位运费明显上升，促煤运收入在量跌下逆势增长

中海发展上半年煤运周转量同比下降 8%，主要原因或是与年初恶劣的天气有关，此外近几个月煤炭进口量在持续下滑吗，使内外贸煤运周转量均比上年同期下降约 10 亿吨海里。

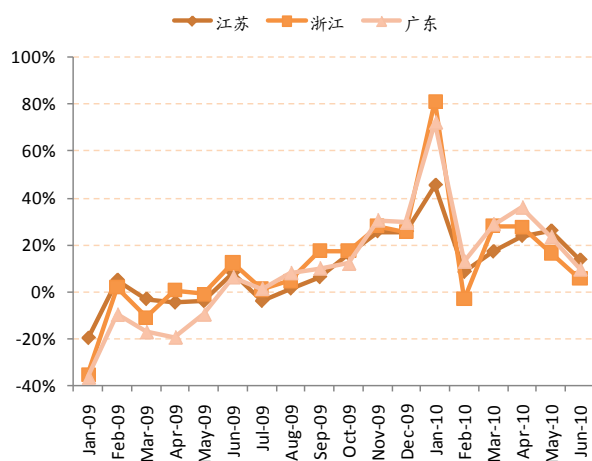
图 2 中海发展沿海煤炭周转量（亿吨海里）



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

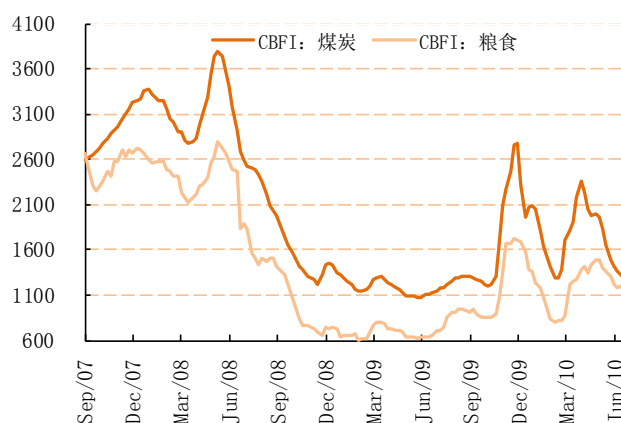
但是，值得关注的是，前 5 个月公司煤运业务收入同比增长了 26.6%。煤运收入的逆势增长主要归因于运输单价的明显提升，我们预计，上半年内外贸煤运单价提升将分别超过 30%和 50%。总体看，沿海煤运运费提升幅度明显高于公司披露的 10.5%的 COA 合同运费提升幅度，这应该与提升的燃油附加费有关。我们预期上半年煤运收入将同比增长约 30%。

图 3 南方主要经济大省发电量增速



数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

图 4 沿海煤炭和粮食运费指数走势



数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

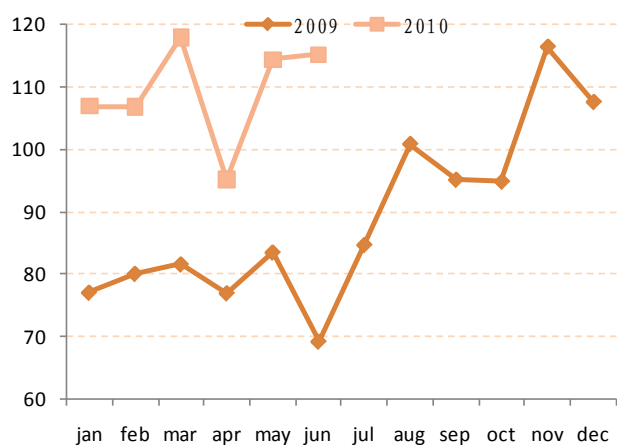
根据公司上半年各个月份沿海煤运单价情况，我们判断下半年公司沿海煤炭运输单价将在 65-75 元/千吨海里波动，总体水平与上半年基本相当。全年来看，沿海煤运业务的盈利贡献将超出市场预期。

1.3 油运运力显著增长，周转量提升促收入增长

在过去的 12 个月里，中海发展合计投入油运运力 11 艘合计 165 万载重吨，包括 VLCC 和巴拿马型油轮各 4 艘，及 MR 型 3 艘。

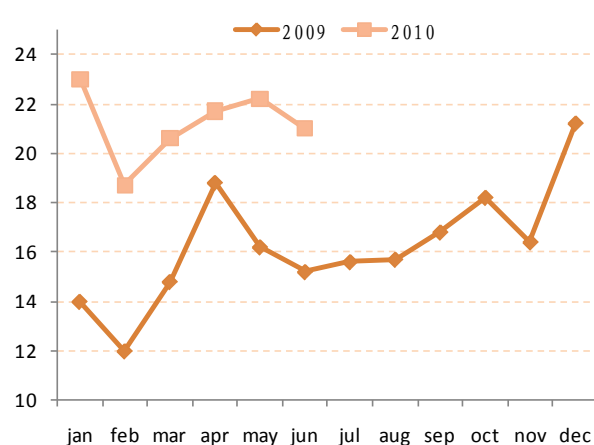
随着公司油运运力的不断交付，促使 2009 年下半年以来油运业务总体上呈攀升态势。上半年，公司内外贸油运周转量均同比均实现 40% 的增速。在油运业务量上升的背景下，公司前 5 个月油运总体收入增长了 27%，收入增长明显低于周转量的增速，这主要归结于远洋油运单价低于同期超过 12%，使远洋油运收入仅增长了 19%。

图 5 外贸油运周转量



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

图 6 沿海油运周转量

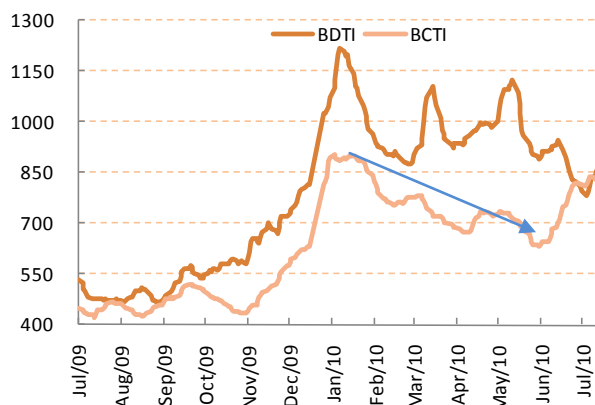


数据来源：公司数据，湘财证券研究所

中海发展国际油运业务中的原油和成品油的收入比例大约为 6:4。根据上半年国际油运市场的情况，考虑到原油轮如 VLCC 的 TCE 水平高于同期 43%，达到 5.3 万美元/天。因此，中海发展单位油运收入主要受到上半年国际成品油运输市场的疲软不利影响。

上半年全球 MR 船 TCE 水平持续下滑，平均值 8285 美元/天，低于 2009 年的 9141 美元/天，而成品油典型航线 3 万吨新加坡-日本 MR 运费更是疲软，只有 2423 美元/天。

图 7 上半年成品油运输市场疲软



数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

1.4 沿海业务保驾护航，盈利显著回升

根据公司发布的业绩预增公告，中期业绩增长 50%以上，如此计算，中海发展上半年每股收益料将超过 0.27 元。

中海发展业绩明显好于同行业其他上市公司，其还是主要得益于较高的沿海运输业务市场地位。

事实上，沿海油运市场的不开放使得公司该项业务的毛利水平能维持在较高水平，管理层介绍 2009 年达到了 40%左右。尽管 2010 年受燃油价格上升影响，该项业务毛利率会有所下滑，但预计仍能维持 30-35%左右，而同时中海发展沿海油运业务量又出现了 40%的增长，成为其利润水平上升的关键驱动因素之一。

此外，沿海煤运市场运费的回升使得公司在业务量下滑的背景下收入出现了逆势的增长。且值得关注的是，我们重视合营公司业务的壮大对公司自身业务的替代之外，不应该忽视公司联营或参股的从事沿海货运业务的公司在未来的盈利贡献。

如时代航运和神华中海正经历运力的快速增长，在运费同样提升的情况下盈利状况也将随之好转，投资收益将明显提升，我们将在下文做进一步分析。

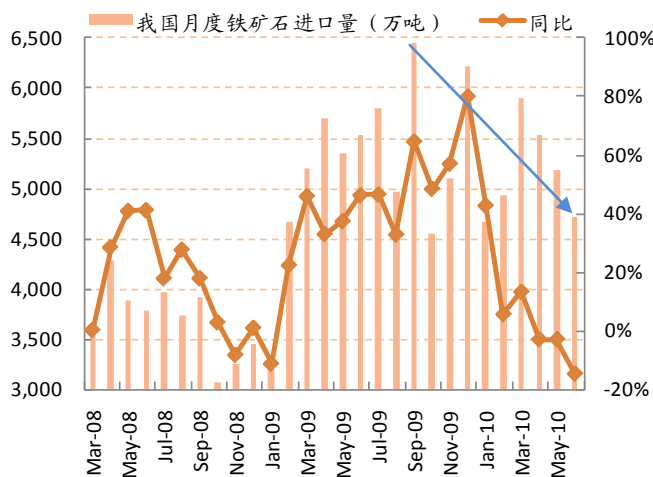
2、下半年盈利仍将增长

2.1 干散货类大宗商品进口略放缓，但不影响公司运力和业务发展

随着国内房地产市场调控的推进和固定资产投资增速下滑，钢材需求疲软使我国

铁矿石进口量持续下滑，6 月下降至 4717 万吨。此外，我国煤炭进口量也出现一定程度的下降。

图 8 我国月度铁矿石进口量持续下滑



数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

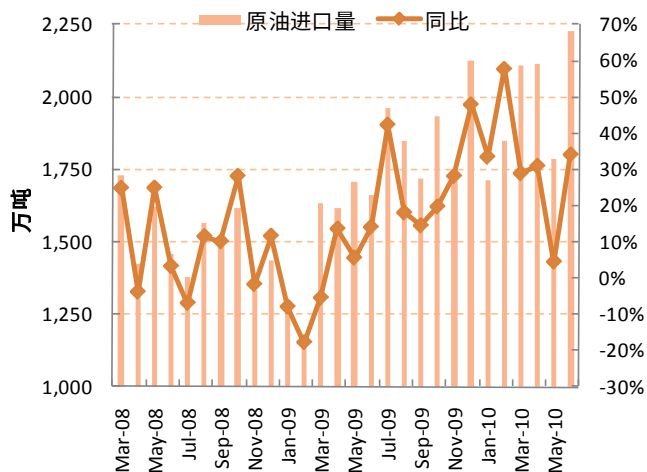
受此影响，公司外贸煤运和杂运周转量出现明显下滑。但是，我们认为这不会影响公司干散货运力的投入进程和相关业务的发展。一是铁矿石进口量已经很低，再明显下降的可能性较低；二是公司新增运力主要集中在与钢铁公司合营的矿砂船方面，这部分运力货源和价格受市场波动影响较小。

2.2 公司目前主要的不确定性主要来自油运市场的变化

根据公司的业务结构，我们不难发现公司业绩波动的最主要因素来自油运市场的变化带来的不确定性。随着油运运力的进一步提高，公司业绩对国际油运运费波动的敏感度会进一步提升。

我们总体的看法是，下半年油运市场将好于市场预期。一方面是美国经济的复苏和墨西哥湾原油生产量受限将刺激美国原油和成品油进口，另一方面中国等经济体的原油进口动力依然不减。

图 9 我国原油进口增长趋势不减



数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

我们认为中海发展运力的增长，使得下半年油运周转量环比上半年还将保持一定增长态势。在运费水平稳定上升的情况下盈利空间将上升。

2.3 来自合营公司的投资收益存在较大上升的空间

尽管公司的沿海煤运业务因为运力原因以及合营公司壮大的替代而增长受压，但其合营公司的规模扩大应该受到关注。尽管我们考虑公司对旗下两个重要的合营公司时代航运和神华中海的控制能力正在弱化，但适当的利润回报依然可以期待。

2010 年与华能集团合营的时代航运运力将增长 50% 左右，达到 160 万载重吨。而另一个重要的合营公司（公司已无控制权）神华中海在未来 3 年将被持续注资达 46 亿元，而注资前的总资产为 12 亿元，在经过双方大幅度注资后经营实力亦大增。经了解，该公司目前通过租船等多种方式开始了运力和业务的扩张。

表 1 时代航运盈利预测

	2007	2008	2009	Mar-10	2010E	2011E	2012E
营业收入	172353.28	253695.55	107296.05	34281.83	146,200	197,370	232,897
减：营业成本	135023.76	141812.64	90636.23	28379.39	118,000	147,500	162,250
营业税金及附加	3192.23	5592.35	2257.19	640.26	2,500	3,947	4,658
管理费用	1955.12	2694.48	2548.58	713.79	2,900	3,100	3,300
财务费用	953.03	4854.61	7606.50	1677.21	6,800	6,500	6,000
营业利润	31229.14	98741.47	4247.55	2871.18	16,000	36,323	56,689
加：营业外收入	909.09	1528.70	2635.35	172.30	2,500	2,500	2,500
减：营业外支出		8.74	306.48	17.23			
利润总额	32138.23	100261.43	6576.42	3026.25	18,500	38,823	59,189
减：所得税费用	4814.84	17953.60	544.52	665.77	4,625	9,706	14,797
净利润	27323.39	82307.83	6031.90	2360.48	13,875	29,117	44,392

数据来源：湘财证券研究所

我们估算来自时代航运和神华中海的投资收益将在未来 3 年明显提升,预计 2010 年可超过 5.4 亿元,比 2009 年的 0.6 亿元有很大程度上度的改观。

此外,由于公司与各大钢铁集团合营的矿砂船均已经做了收益锁定,我们把公司这部分业务回报以投资收益测算。预计 2013 年全部投产后可产生 2.24 亿元的年投资收益。

表 2 中海发展 VLOC 项目回报测算

	2010E	2011E	2012E	2013E
数量(艘)	4	11	16	16
载重吨(万)	92	304	424	424
有效载重吨(万)	40	200	360	424
年运量(万吨)	400	2,000	3,600	4,240
单价(元/吨)	52	52	52	52
收入(万元)	20,800	104,000	187,200	220,480
净利润率	20%	20%	20%	20%
权益	51%	51%	51%	51%
权益利润(万元)	2,122	10,608	19,094	22,489

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

注：此测算主要假设：以澳洲-北仑航线为参考，每单位载重吨运力年运输铁矿石 10 吨，单位运价 8 美元，净利润率 20%。

从下表的数据不难发现,公司盈利增长的驱动因素之一将来自合营公司利润的快速增长。从公司在沿海的发展战略看,公司以牺牲部分控制权来换取沿海煤运市

场份额的相对稳定。从近期的中国神华对神华中海的控股，与华润电力、中能等成立合营公司可以得到印证。

表 3 中海发展投资收益预测（单位：万元）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
时代航运	41,154	3,016	6,938	14,559	22,196
神华中海	9,762	3,155	16,000	20,000	32,000
友好航运	2,241	-61	500	800	1,500
VLCC项目	n. a	n. a	2,122	10,608	19,094
合计	53,157	6,110	25,560	45,967	74,790
YOY%		-88.51%	318.32%	79.84%	62.70%

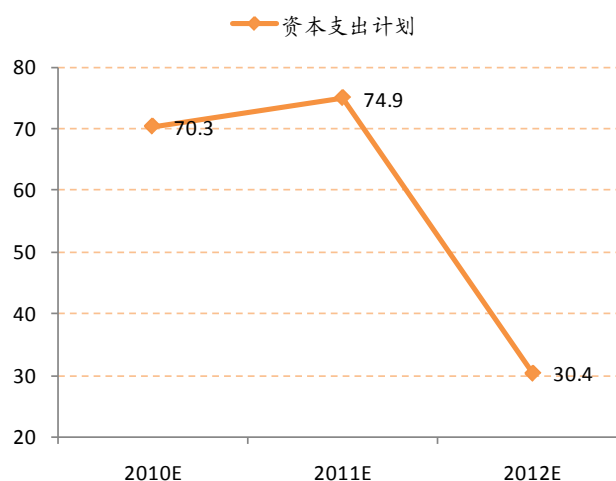
数据来源：公司数据，湘财证券研究所

3、将度过资本支出高峰，股权融资需求低

3.1 公司 2011 年资本支出规模达到顶峰

今明两年是公司新船集中交付的 2 年，相应的资本开支规模维持在高位，预计 2011 年达到 75 亿元。不过，2012 年资本支出的规模将明显下降至 30.4 亿元。

图 10 公司未来 3 年资本支出计划



数据来源：公司 1 季度推介资料，湘财证券研究所

3.2 资产负债表依然健康，进行股权融资的可能性低

尽管公司未来两年的资本开支规模庞大，但对公司本身压力不大。一方面公司资

产负债表依然很健康，如资产负债率为 36%，且偿债能力在一季度开始提升；另一方面随着盈利能力的提升，公司创造现金的能力将大幅度提高，我们预计 2011 年经营性净现金流入可达 35-40 亿元；最后公司的母公司中海集团成立财务公司，而中海发展亦持有财务公司 25% 的股权，关键时刻能够获得一定的资金周转。

表 4 中海发展资本结构和偿债能力关键指标

	2005	2006	2007	2008	2009	10.1Q
资产负债率(%)	18.98	25.93	31.51	28	36.23	36.24
流动比率	1.75	0.9	1.41	1.71	1.12	1.3
速动比率	1.5	0.83	1.25	1.56	1.01	1.14
保守速动比率	1.37	0.52	1.15	1.52	0.96	1.09
产权比率	0.23	0.35	0.46	0.39	0.57	0.58

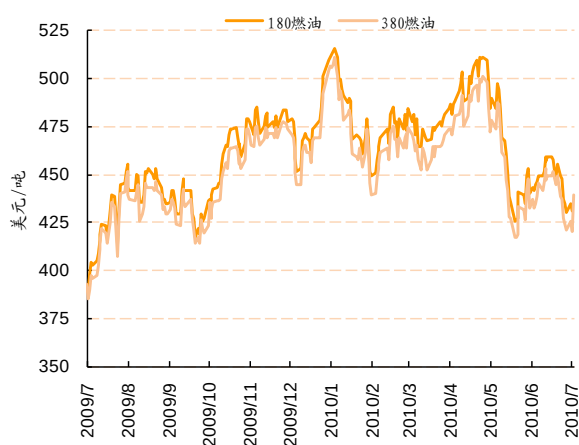
数据来源：公司数据，湘财证券研究所

实际上，中海发展的融资成本并不高，2009 年发行了 50 亿元中期票据，利率为 3.9%，42 亿元的长期借款年利率为 3.5-4%。在债务融资成本较低和资产负债率不高的情况下，公司或更乐于通过债务融资的方式进行融资，而通过股权融资的可能性相应较低。

4、油价上升，燃油成本规模攀升

2010 年上半年国际原油价格有了明显的回升，使得中海发展的燃油成本有了较大幅度的上升。一季度燃油成本占公司营业成本的比重由 2009 年的 36.8% 上升至 43%。

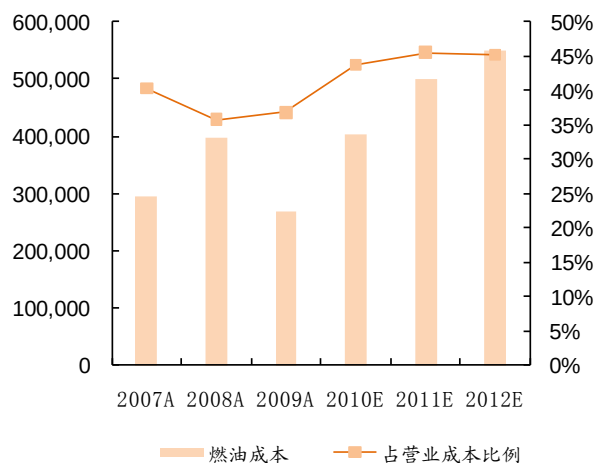
图 11 燃油价格走势



数据来源：公司 1 季度推介资料，湘财证券研究所

我们预计燃油成本将一直是公司营业成本最大的组成部分，且这一比例随着油价的攀升或进一步上升。燃油成本规模的上升使得公司进行燃油成本管理、提升燃油的经济性显得较为必要，但这需要公司经营能力的不断提升。

图 12 中海发展燃油成本及占营业成本比例



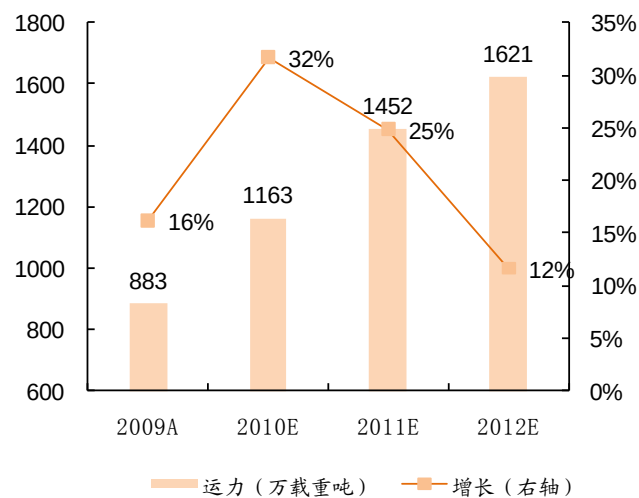
数据来源：公司资料，湘财证券研究所

5、盈利预测、估值和投资建议

5.1 我们调整了盈利预测模型，财测有所下调

我们维持对公司运力发展的速度判断不变，2011 年和 2012 年仍能实现 25%和 12% 的运力增长，但这部分运力将主要集中在干散货运力尤其是矿砂船的增长上。如果扣除 VL0C，公司 2011 年和 2012 年运力仅增长 7%和 4%，主要以巴拿马型干散货船型增长为主。

图 13 中海发展运力发展规划



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

在考虑运力变化之外，我们此次的财务预测将中海发展矿砂船项目单独测算，以投资收益的形势计入公司利润。调整后中海发展2010年和2011年营业收入增速分别为24.09%和9.36%，但预计净利润仍能分别增长47.75%和11.98%，2012年的每股收益将超过1元至1.05元。

表 5 中海发展主要盈利数据

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (万元)	1,756,204	891,920	1,235,230	1,532,819	1,676,293
增速 (%)	38.43	-48.46	38.49	24.09	9.36
营业成本	1,111,479	726,156	921,816	1,100,648	1,214,520
增速 (%)	51.44	-35.81	26.94	19.40	10.35
营业利润率 (%)	34.29	16.61	21.38	25.65	26.75
净利润 (万元)	537,600	106,464	217,062	320,710	359,141
增速 (%)	16.97	-76.21	103.88	47.75	11.98
EPS (元)	1.59	0.31	0.64	0.94	1.05

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

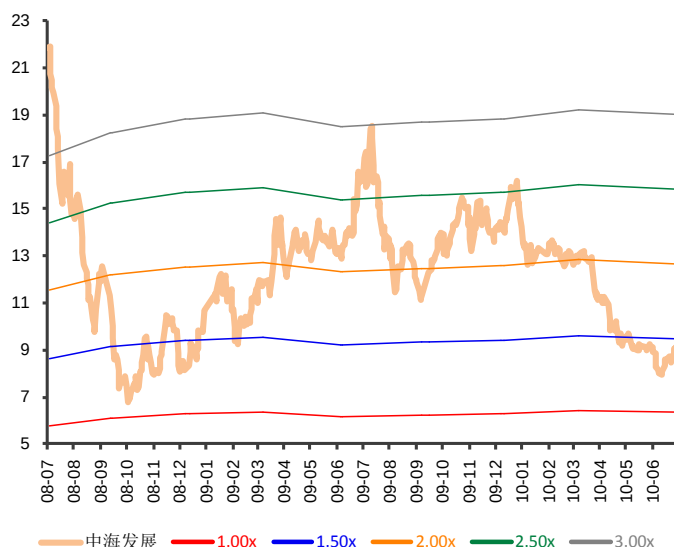
5.2 估值很低，维持“买入”评级

由于特殊的运营机制，以及沿海海运市场的特殊性，中海发展作为航运业的公司，其强周期性质被大大削弱。我们总体看法是，在未来航运业难以出现大繁荣景象

的条件下，其业绩不断上升中的相对稳定使中海发展成为不错的投资标的。

中海发展目前动态市净率不足 1.5 倍，在船舶资产价格上升、行业总体趋势向好的背景下，市净率指标具有较大的吸引力。而公司 2011 年动态市盈率不足 10 倍，估值明显偏低。

图 14 中海发展市净率已颇具吸引力



数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

考虑到公司合营公司较大的成长空间、国际油运业务运费有明显上升的可能性，以及公司沿海油运业务的快速发展和稳定的毛利率，我们给予其 2011 年 25 倍市盈率的估值，目标价由此前的 21.30 元调升 10% 至 23.50 元，维持“买入”评级。

6、风险提示

2011 年沿海煤炭 COA 合同运价偏低的风险。总体来看上半年沿海运输市场虽有大幅度波动，但有了明显起色。如果下半年在出口受阻、及产业转移的影响下，南方经济的疲软或将打压沿海运输市场运费，从而不利公司 2011 年度运费谈判。

未来国际油运市场持续低迷的风险。目前对欧美经济未来能否持续保持增长尚无一致正面看法。如果长期无法走入增长轨道，恐怕国际油运运费很难走向高位。

油运安全风险。近期发生的墨西哥湾漏油事件，以及大连海域因为油罐爆炸造成海洋油污，都足以引起我们对油运企业可能的漏油对海洋污染遭受的巨大损失感到一点担忧。

海盗风险。尽管从一个角度看，海盗活动的猖獗使得运距增加，变相的提升了需

求，但海盗活动长期看增加了航运企业的运营成本（如保险费和燃油费用的增加）、海员安全、船舶资产安全等。

表 6 中海发展盈利预测

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
油运收入（万元）	480,828	607,971	499,000	640,060	808,319	882,043
内贸收入	207,154	223,050	254,500	332,280	371,131	381,900
周转量（亿吨海里）	165	181	195	256	281	285
单位收入（元/千吨海里）	126	123	131	130	132	134
外贸收入	273,675	384,922	244,500	307,780	437,188	500,143
周转量	807	859	1,263	1,399	1,749	1,924
单位收入	34	45	19	22	25	26
煤运收入	540,413	708,301	285,200	362,970	456,500	515,550
内贸收入	488,438	689,961	260,100	342,720	412,500	463,300
周转量	736	713	488	504	550	565
单位收入	66	97	53	68	75	82
外贸收入	51,975	18,340	25,100	20,250	44,000	52,250
周转量	77	37	73	45	80	95
单位收入	68	49	34	45	55	55
杂运收入	216,440	250,724	87,600	132,200	168,000	178,700
内贸收入	51,935	59,135	29,600	52,200	54,000	54,000
周转量	80	77	69	90	90	90
单位收入	65	77	43	58	60	60
外贸收入	164,505	191,588	58,000	80,000	114,000	124,700
周转量	299	427	325	320	380	430
单位收入	55	45	18	25	30	29
其他收入	31,015	189,208	196,278	100,000	100,000	100,000
营业收入	1,268,697	1,756,204	891,920	1,235,230	1,532,819	1,676,293
总周转量(亿吨海里)	2,163	2,293	2,217	2,614	3,130	3,389
单位燃油成本(元/万吨海里)	137	173	120	154	160	162
燃油成本（万元）	295,572	397,168	267,016	402,922	500,786	548,957
折旧	90,902	101,665	105,041	141,000	169,200	189,504
职工薪酬	89,283	116,119	122,209	140,540	153,189	165,444
港口使费	67,865	86,552	72,240	90,330	108,396	121,404
修理费	45,642	52,681	48,785	56,103	64,518	74,196
保险费及其他	144,663	436,225	110,865	90,921	104,559	115,015
营业成本	733,927	1,111,479	726,156	921,816	1,100,648	1,214,520
营业利润	495,256	602,259	118,669	264,063	393,166	448,417
利润总额	537,770	643,269	134,234	278,263	411,166	466,417
所得税费用	78,165	105,669	27,770	61,218	90,457	107,276
净利润	459,605	537,600	106,479	217,046	320,710	359,141
少数股东损益						
基本每股收益	1.38	1.59	0.31	0.64	0.94	1.05

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

表 7 中海发展利润表

项目名称	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	1,268,697	1,756,204	891,920	1,235,230	1,532,819	1,676,293
减： 营业成本	733,927	1,111,479	726,156	921,816	1,100,648	1,214,520
营业税金及附加	24,739	33,181	18,467	28,410	38,320	41,907
营业费用	3,674	3,791	3,895	4,200	4,500	4,950
管理费用	16,517	25,688	28,655	27,100	26,151	29,289
财务费用	19,489	6,233	4,942	15,200	16,000	12,000
资产减值损失	933	10,038	21	(21)		
加： 公允价值变动收益	9,840	(18,320)				
投资收益	15,998	54,785	8,885	25,560	45,967	74,790
二、营业利润	495,256	602,259	118,669	264,084	393,166	448,417
加： 营业外收入	42,920	42,160	16,115	15,000	20,000	20,000
减： 营业外支出	406	1,150	550	800	2,000	2,000
其中：非流动资产处置净损失	308	295	123	200	200	200
三、利润总额	537,770	643,269	134,234	278,284	411,166	466,417
减： 所得税费用	78,165	105,669	27,770	61,222	90,457	107,276
四、净利润	459,605	537,600	106,464	217,062	320,710	359,141
少数股东损益		299	(15)	300	500	500
五、每股收益						
基本每股收益	1.38	1.59	0.31	0.64	0.94	1.05

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

表 8 中海发展运力及发展规划表

	载重吨（万吨）				同比增长				轮船数量（艘）			
	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
运力合计	883	1163	1452	1621	16%	32%	25%	12%	165	181	196	206
油轮												
VLCC	236	356	356	356	100%	51%	0%	0%	8	12	12	12
巴拿马	90	113	136	136	18%	26%	20%	0%	13	16	19	19
阿芙拉	41	41	41	41	0%	0%	0%	0%	4	4	4	4
灵便型	138	151	151	151	0%	9%	0%	0%	39	42	42	42
油轮合计	505	661	684	684	40%	31%	3%	0%	64	74	77	77
散货轮												
巴拿马	69	84	108	139	-9%	22%	29%	29%	10	12	15	19
大灵便	223	252	294	317	3%	13%	17%	8%	52	56	63	67
小灵便型	86	74	62	57	-18%	-14%	-16%	-8%	39	35	30	27
VL0C	0	92	304	424	n. a	n. a	230%	39%	0	4	11	16
散货轮合计	378	502	768	937	-5%	33%	53%	22%	101	107	119	129

数据来源：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。