

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

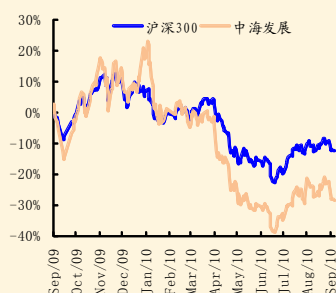
Tel: 021-68634510-8278

E-Mail: lly2775@xcsc.com

公司数据

当前价格	9.30
目标价格	14.25
52周波动区间	16.34
	7.80
流通A股(亿股)	21.09
总市值(亿元)	316.62
日均成交量(百万股)	12.79

最近一年股价表现



投资要点

□ 三季度净利润有望实现环比增长

公司8月份周转量超过257亿吨海里,环比增长12%,为单月最高。在业务量驱动下我们预计三季度营业收入能够实现5%的环比增长,且我们初步测算中海发展3季度净利润或环比增长9.2%,单季度实现每股收益0.17元,前三季度累计预计为0.45元,有望超出市场预期。我们依然维持全年0.64元的EPS预测不变,但调整2010/2011年净利润幅度为-2%/9%,对应当前股本的EPS分别为0.92元和1.14元。

□ 主要得益于沿海业务的表现

沿海油运和煤运业务是公司3季度利润保持稳定的主要因素。预计3季度公司沿海油运业务量将保持稳定,但考虑到燃油价格的下滑,毛利率有望得到提升。而沿海煤运的业务量持续回升,8月份达到近51亿吨海里,为2009年以来单月最高值,盈利能力有望得到提升。

□ 但我们注意到国际油运市场的低迷带来的负面影响

公司在7月底新投入了一艘达31万载重吨的VLCC(VLCC规模已达10艘),这或是公司9月份外贸油运周转量高达134亿吨海里(环比7月增长25%)的主要原因。但考虑到国际原油运输市场比2季度下滑超过20%,VLCC的TCE水平下降了3万美元/天(从5.5万美元到2.5万美元),公司的利润增长受到一定程度的掣肘。

□ 4季度利润增长仍可期待,维持“买入”评级

鉴于对四季度油运市场回暖的预期,以及公司整体业务量的持续增长,我们保守估计4季度净利润环比仍将继续增长10%。考虑到公司的业绩表现有望超出市场预期以及较低的估值水平,我们继续维持对公司的“买入”评级,6个月目标价14.25元,对应2011年15X的PE。

□ 风险提示: 国际油运市场低于预期的风险。

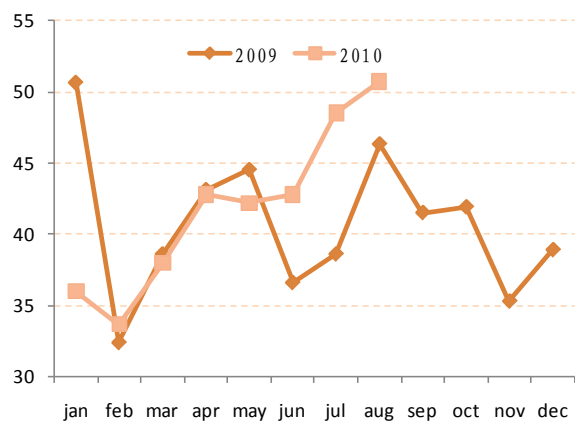
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	17,562	8,919	11,842	15,496	18,877
YOY%	38.43%	-49.21%	32.77%	30.86%	21.82%
净利润(百万元)	5,376	1,065	2,179	3,218	4,082
YOY%	14.80%	-80.19%	104.68%	47.64%	26.85%
EPS(元)	1.59	0.31	0.64	0.92	1.14
P/E(X)	6	30	15	10	8
P/B(X)	1.48	1.48	1.37	1.22	1.11

表 1 中海发展三季度业绩前瞻

单位 (百万元)	2008.1Q	2008.2Q	2008.3Q	2008.4Q	2009.1Q	2009.2Q	2009.3Q	2009.4Q	2010.1Q	2010.2Q	2010.3QE	2010.4QE
一、营业收入	4,497	4,817	5,005	3,243	2,127	2,089	2,357	2,347	2,719	2,875	3,010	3,238
季度同比					-52.7%	-56.6%	-52.9%	-27.6%	27.9%	37.6%	27.7%	38.0%
季度环比					-34.4%	-1.8%	12.8%	-0.4%	15.8%	5.7%	4.7%	7.6%
二、营业总成本	2,620	3,142	3,180	2,962	1,759	1,726	2,061	2,276	2,279	2,282	2,383	2,536
营业成本	2,415	2,977	3,028	2,696	1,661	1,614	1,930	2,057	2,134	2,118	2,190	2,300
季度同比					-31.2%	-45.8%	-36.2%	-23.7%	28.5%	31.3%	13.4%	11.8%
季度环比					-38.4%	-2.8%	19.6%	6.6%	3.7%	-0.7%	3.4%	5.0%
营业税金及附加	92	90	88	62	45	50	50	41	33	31	36	45
销售费用	9	9	12	8	8	9	10	12	10	10	11	11
管理费用	57	48	57	94	40	53	52	141	66	59	66	90
财务费用	47	25	(4)	(6)	6	(0)	19	24	35	64	80	90
资产减值损失		(8)		109				0	(0)	0		
三、其他经营收益												
公允价值变动净收益	(98)	(36)	(32)	(18)								
投资净收益	164	140	142	103	12	(11)	28	60	46	63	66	73
其中：对联营企业和合营企业的投资	164	139	140	89	12	(12)	28	34	46	63	66	73
四、营业利润	1,943	1,779	1,935	366	379	353	324	132	486	656	693	775
季度同比					-80.5%	-80.2%	-83.3%	-64.1%	28.3%	86.1%	114.0%	489.1%
季度环比					3.5%	-7.0%	-8.2%	-59.4%	269.4%	35.0%	5.7%	11.8%
加：营业外收入	181	177	47	16	25	36	36	63	93	72	40	40
减：营业外支出	3	(0)	8	1	1	1	0	3	2	2	0	0
五、利润总额	2,120	1,956	1,975	382	404	387	360	192	577	726	733	815
减：所得税	440	451	433	(268)	85	91	69	34	121	210	167	186
六、净利润	1,680	1,505	1,541	650	319	296	291	158	456	516	566	630
减：少数股东损益			(0)	3	1	0	(1)	(1)	(3)	(4)	(2)	0
归属于母公司所有者的净利润	1,680	1,505	1,541	647	318	296	292	159	458	520	568	630
季度同比					-81.1%	-80.3%	-81.1%	-75.4%	44.2%	75.9%	94.6%	295.6%
季度环比					-50.8%	-7.0%	-1.3%	-45.5%	188.1%	13.5%	9.2%	10.8%
每股收益	0.493	0.442	0.453	0.190	0.093	0.087	0.086	0.047	0.135	0.153	0.167	0.185

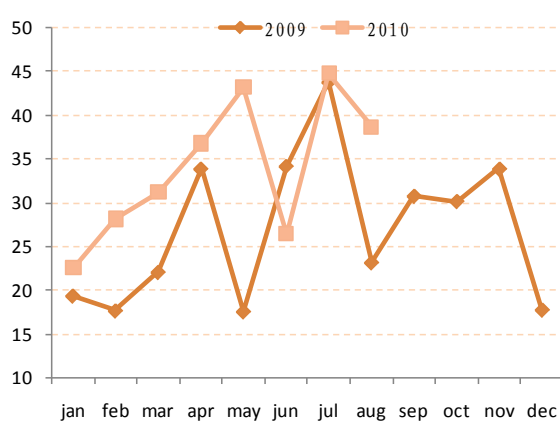
数据来源：公司数据，湘财证券研究所

图 1 中海发展沿海煤运周转量



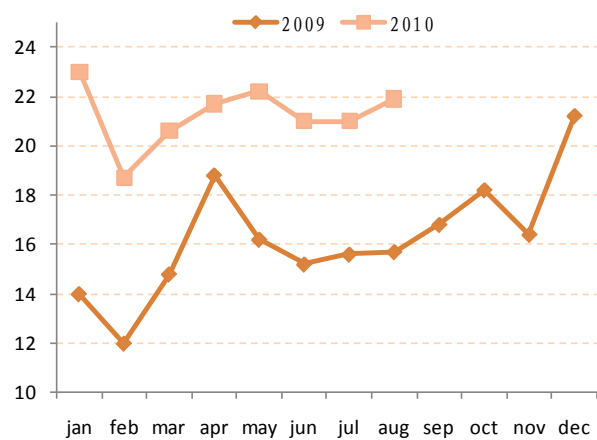
数据来源：公司数据，湘财证券研究所

图 2 中海发展外贸杂运周转量



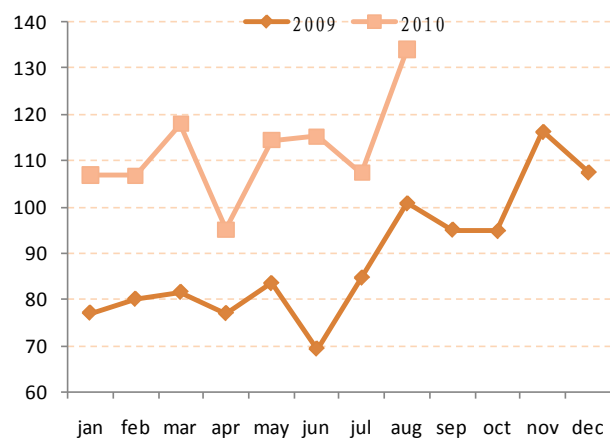
数据来源：公司数据，湘财证券研究所

图 3 中海发展沿海油运周转量



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

图 4 中海发展外贸油运周转量



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

表 2 中海发展盈利预测关键假设

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
油运收入（万元）	480,828	607,971	499,000	626,760	807,427	925,658
内贸收入	207,154	223,050	254,500	332,820	381,427	419,570
周转量（亿吨海里）	165	181	195	258	289	318
单位收入（元/千吨海里）	126	123	131	129	132	132
外贸收入	273,675	384,922	244,500	293,940	426,000	506,088
周转量	807	859	1,263	1,420	1,704	1,874
单位收入	34	45	19	21	25	27
煤运收入	540,413	708,301	285,200	380,560	429,000	470,500
内贸收入	488,438	689,961	260,100	357,680	385,000	395,500
周转量	736	713	488	526	550	565
单位收入	66	97	53	68	70	70
外贸收入	51,975	18,340	25,100	22,880	44,000	75,000
周转量	77	37	73	52	80	125
单位收入	68	49	34	44	55	60
杂运收入	216,440	250,724	87,600	176,900	313,200	491,560
内贸收入	51,935	59,135	29,600	42,500	54,000	68,200
周转量	80	77	69	85	90	110
单位收入	65	77	43	50	60	62
外贸收入	164,505	191,588	58,000	134,400	259,200	423,360
周转量	299	427	325	480	720	1,008
单位收入	55	45	18	28	36	42
其他收入	31,015	189,208	196,278			
营业收入	1,268,697	1,756,204	891,920	1,184,220	1,549,627	1,887,718
总周转量(亿吨海里)	2,163	2,293	2,217	2,821	3,433	4,000
单位燃油成本(元/万吨海里)	137	173	120	147	169	194
燃油成本（万元）	295,572	397,168	267,016	414,510	580,094	777,347
折旧	90,902	101,665	105,041	141,000	155,100	170,610
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	101,170	111,287
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	31,700	36,455	40,101
营业成本	733,927	1,111,479	726,156	874,183	1,090,525	1,338,984
营业利润	495,256	602,259	118,669	261,238	412,566	524,323
利润总额	537,770	643,269	134,234	285,338	430,566	552,323
所得税费用	78,165	105,669	27,770	68,300	98,802	124,157
净利润	459,605	537,600	106,479	217,938	321,764	408,166
少数股东损益	0	299	(15)	(900)	10,000	20,000
基本每股收益	1.38	1.59	0.31	0.64	0.92	1.14

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

表 3 中海发展利润表（单位：万元）

项目名称	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	1,268,697	1,756,204	891,920	1,184,220	1,549,627	1,887,718
减： 营业成本	733,927	1,111,479	726,156	874,183	1,090,525	1,338,984
营业税金及附加	24,739	33,181	18,467	14,500	23,244	28,316
营业费用	3,674	3,791	3,895	4,200	4,500	4,725
管理费用	16,517	25,688	28,655	28,100	29,151	32,066
财务费用	19,489	6,233	4,942	26,900	25,000	15,000
资产减值损失	933	10,038	21	0		
加： 公允价值变动收益	9,840	(18,320)				
投资收益	15,998	54,785	8,885	24,900	35,359	55,696
二、营业利润	495,256	602,259	118,669	261,238	412,566	524,323
加： 营业外收入	42,920	42,160	16,115	24,500	20,000	30,000
减： 营业外支出	406	1,150	550	400	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	285,338	430,566	552,323
减： 所得税费用	78,165	105,669	27,770	68,300	98,802	124,157
四、净利润	459,605	537,600	106,464	217,938	321,764	408,166
少数股东损益		299	(15)	(900)	10,000	20,000
五、每股收益						
基本每股收益	1.38	1.59	0.31	0.64	0.92	1.14

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。