

湘财证券研究所
交通运输行业

刘正

执业证书编码:

S0500209120261

Tel: 021-68634510-8056

E-Mail: lz2941@xcsc.com

刘江渝

Tel: 021-68634510-8278

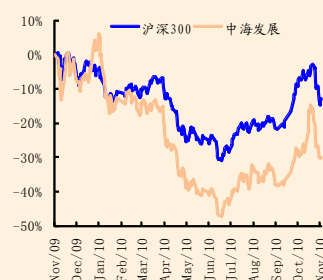
E-Mail: ljj2775@xcsc.com

金嘉欣

Tel: 021-68634510-8056

公司数据

当前价格	10.55
目标价格	14.96
52周波动区间	16.34
	7.80
流通A股 (亿股)	21.09
总市值 (亿元)	359.18
日均成交量 (百万股)	12.98

市场表现

投资要点

公司近期连续做出投资决策, 分别投资建造 12 艘 4.8 万吨级散货船和 4+2 艘 18 万吨级散货船。

□ 果断抄底, 集团支持, 凸显决策智慧

18 万吨级散货船 (好望角型) 船价哪怕相比 2009 年年初也已经下降了 35%, 大灵便型散货船下降了 26%。尽管未来不排除船价进一步下行, 但显然在美元指数下滑及通胀环境下空间已很小。值得关注的是, 在船价高位时, 公司对散货船的投资相对谨慎, 高位建造的大灵便型散货船约 22 艘, 而好望角型也是与大货主合营锁定收益的情况下做出的投资决策。当前船价低位公司果断此等规模的投资凸显了决策智慧和长远发展能力, 且得到了集团公司的支持 (10 亿元低息委托贷款)。

□ 油运运费上行虽迟于预期, 但当前的涨势对股价仍将形成支撑

中东-日本 26 万吨 VLCC 的 WS 指数已经于 19 日升至 75 点, 两日升幅 20%, 上周 VLCC 平均 TCE 3.51 万美元/天, 周升幅 45%。我们预计短期内仍将继续显著攀升, 因为当前的费率还在 2010 年平均水平之下。随着冷空气一阵阵吹来, 美国等油运需求主体的海运量将从低位回升, 从而支撑以油运为主的公司股价。

□ 沿海煤运价格脱离底部区域, 预期 2011 年 COA 升幅至少 5-10%

我们此前已经预期沿海煤运运费的持续性会受到考验, 因此当前的这种回落尚可接受, 且秦皇岛-上海的运费已经止跌回升至 64 元/吨, 已经明显脱离底部区域。我们预计当前市况环境下可至少支撑 2011 年 COA 合同运价上升 5-10%。

□ 重申“买入”, 上调目标价 5%

考虑到油运上行的时间略迟于我们的估计, 因此将公司 2010 的 EPS 略下调至 0.62 元。因 11 月 4 日股价已接近我们的目标价, 且考虑到 2011 年动态 PE 和 PB 分别只有 12X 和 1.4X, 估值具有吸引力, 维持“买入”评级, 目标价上调 5%至 14.96 元, 对应 2011 年 17X 的 PE 和 1.5X 的 PB。短期能源运费的上行是股价的刺激因素。

□ 风险提示: 2011 年行业向上受阻风险。

主要财务指标和估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	17,562	8,919	11,640	15,205	17,828
YOY%	38.43%	-49.21%	30.51%	30.63%	17.25%
净利润 (百万元)	5,376	1,065	2,094	2,988	3,683
YOY%	14.80%	-80.19%	96.66%	42.70%	23.25%
EPS (元)	1.59	0.31	0.62	0.88	1.08
P/E (X)	7	34	17	12	10
P/B (X)	1.68	1.68	1.55	1.39	1.26

表 1 中海发展假设和业绩预测表

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
油运收入 (万元)	480,828	607,971	499,000	615,200	793,615	934,329
内贸收入	207,154	223,050	254,500	339,200	396,175	442,497
周转量 (亿吨海里)	165	181	195	265	305	335
单位收入 (元/千吨海里)	126	123	131	128	130	132
外贸收入	273,675	384,922	244,500	276,000	397,440	491,832
周转量	807	859	1,263	1,380	1,656	1,822
单位收入	34	45	19	20	24	27
煤运收入	540,413	708,301	285,200	380,560	478,500	515,700
内贸收入	488,438	689,961	260,100	357,680	412,500	440,700
周转量	736	713	488	526	550	565
单位收入	66	97	53	68	75	78
外贸收入	51,975	18,340	25,100	22,880	66,000	75,000
周转量	77	37	73	52	120	125
单位收入	68	49	34	44	55	60
杂运收入	216,440	250,724	87,600	168,250	248,400	332,800
内贸收入	51,935	59,135	29,600	46,750	59,400	68,200
周转量	80	77	69	85	90	110
单位收入	65	77	43	55	66	62
外贸收入	164,505	191,588	58,000	121,500	189,000	264,600
周转量	299	427	325	450	675	945
单位收入	55	45	18	27	28	28
其他收入	31,015	189,208	196,278			
营业收入	1,268,697	1,756,204	891,920	1,164,010	1,520,515	1,782,829
总周转量 (亿吨海里)	2,163	2,293	2,217	2,758	3,396	3,902
单位燃油成本 (元/万吨海里)	137	173	120	147	168	177
燃油成本 (万元)	295,572	397,168	267,016	405,252	571,505	689,511
折旧	90,902	101,665	105,041	141,000	176,250	211,500
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	103,880	114,267
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	41,923
营业成本	733,927	1,111,479	726,156	864,926	1,105,796	1,296,842
营业利润	495,256	602,259	118,669	256,432	371,619	463,150
利润总额	537,770	643,269	134,234	279,832	394,619	491,150
所得税费用	78,165	105,669	27,770	68,300	89,815	108,863
净利润	459,605	537,600	106,479	209,397	298,804	368,286
少数股东损益	0	299	(15)	2,135	6,000	14,000
基本每股收益	1.38	1.59	0.31	0.62	0.88	1.08

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。