

航运 III

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 孙敏

S0960110080124

0755-82026710

sunmin@cjis.cn

6-12个月目标价: 12.54元

当前股价: 10.10元

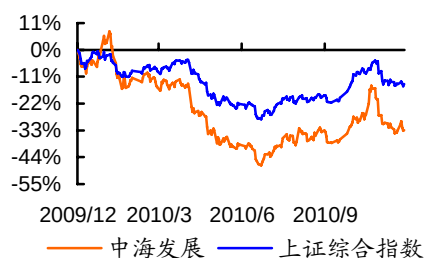
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2841.04
总股本(百万)	3405
流通股本(百万)	3405
流通市值(亿)	344
EPS (TTM)	0.47
每股净资产(元)	6.36
资产负债率	36.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中海发展	-15.90	1.20	11.89
上证综合指数	-8.81	6.68	10.87



相关报告

《公司研究-中海发展 600026-主业稳健, 船队均衡, 极寒天气与旺季叠加带来投资机

中海发展

600026

推荐

新造船计划增强原油运输能力

事件:

■ 12月23日, 公司公布造船公告: 经中海发展股份有限公司2010年第十四次董事会批准, 公司及公司全资子公司中海发展(香港)航运有限公司于2012年12月22日与独立第三方大连船舶重工集团有限公司及中国船舶重工国际贸易有限公司签约建造两艘30万吨级原油船和三艘11万吨级成品油/原油船, 总价为35120万美元。

点评:

- **船队规模进一步扩大。**根据已有的订单计划, 预计2010年末船队规模总计将达1112.95万载重吨, 其中散货轮529.95万载重吨, 占比48%, 油轮总吨位583万载重吨, 占比52%。此次订单如果按期交付, 那么未来公司船队规模年均增速将达17%, 到2013年末总吨位将有1828.71万载重吨, 船队规模进一步扩大。其中油轮901.6万载重吨, 占比49%。
- **油轮船队结构优化, 原油运输能力增强。**本次新增2艘32万吨级ULCC, 将使公司原油运输能力进一步增强。相较于其他油运企业来说, 中海发展原油运输和成品油运输船队均衡。此次新造2艘ULCC和3艘埃弗拉型船, 将进一步优化油品船队的运输结构, 在增强原油运输能力的同时, 兼顾成品油运输需求。
- **新增利息和折旧支出增加将侵蚀部分利润。**结合已有的造船计划, 公司所有新增船舶计划将使公司2011-13年的利息支出达到878.42、1148.61和78.52百万元, 而新增折旧分别为953.72、1247.07、85.25百万元。如果行业目前供大于需的行业态势得不到改善, 我们认为新增造船计划其实对公司是一个压力。
- **投资建议: 维持公司“推荐”评级。**我们综合运力扩大导致周转量的增加以及折旧和利息等支出, 预计2010-2012年EPS分别为0.57、0.62、0.78元投资评级。
- **风险提示:** 航运市场波动风险; 需求低于预期。

主要财务指标

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	8919	11296	14106	17536
收入同比(%)	-49%	27%	25%	24%
归属母公司净利润	1065	1934	2122	2660
净利润同比(%)	-80%	82%	10%	25%
毛利率(%)	18.6%	22.3%	23.3%	27.2%
ROE(%)	5.0%	8.4%	8.6%	9.9%
每股收益(元)	0.31	0.57	0.62	0.78
P/E	45.88	25.26	23.03	18.37
P/B	2.28	2.12	1.97	1.82
EV/EBITDA	24	14	11	8

资料来源: 中投证券研究所

事件:

12月23日,公司公布造船公告:经中海发展股份有限公司2010年第十四次董事会批准,公司及公司全资子公司中海发展(香港)航运有限公司于2012年12月22日与独立第三方大连船舶重工集团有限公司及中国船舶重工国际贸易有限公司签约建造两艘30万吨级原油船和三艘11万吨级成品油/原油船,总价为35120万美元。

合同一:两艘32万吨级原油船,总价为1.9136亿美元(约合人民币12.8亿元)。船款将分别按照造船进度分五期以美元支付,每期支付20%,预计交付时间分别为2013年6月和9月。造船所需资金20%通过自筹、80%通过银行贷款。

合同二:与大连重工及中国船贸建造三艘11万吨级成品油/原油船,总价1.5984亿美元(约合人民币10.7亿元),预计交付日期分别为2012年8月、10月和12月。

点评:

1 船队规模进一步扩大。根据已有的订单计划,预计2010年末船队规模总计将达1112.95万载重吨,其中散货轮529.95万载重吨,占比48%,油轮总吨位583万载重吨,占比52%。此次订单如果按期交付,那么未来公司船队规模年均增速将达17%,到2013年末总吨位将有1828.71万载重吨,船队规模进一步扩大。其中油轮901.6万载重吨,占比49%。

图 4: 船舶吨位净增长(单位: 万载重吨)

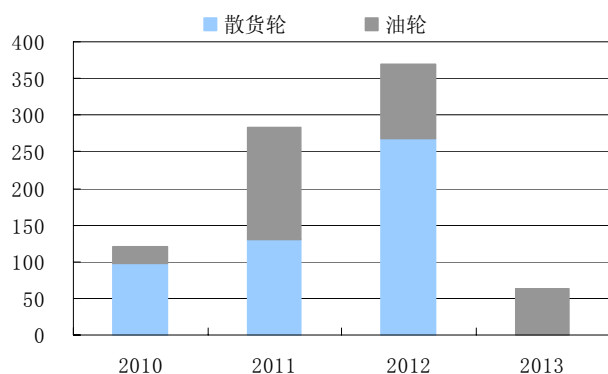
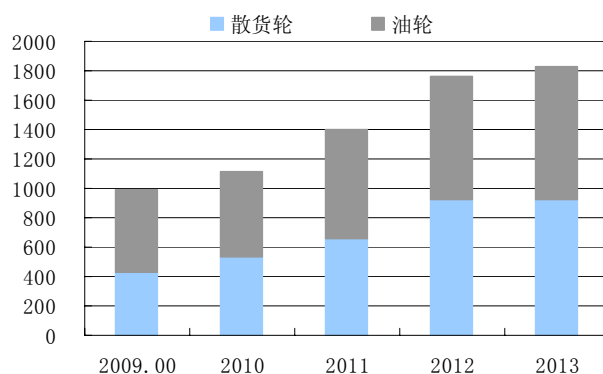


图 5: 船队规模及结构(单位: 万载重吨)

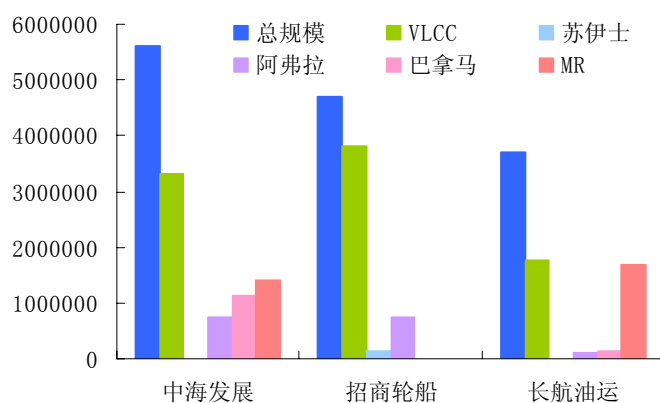


资料来源: 公司资料、中投证券研究所

2. 油轮船队结构优化,原油运输能力增强。本次新增2艘32万吨级ULCC,将使公司原油运输能力进一步增强。我们在中海发展深度报告中曾经比较过四大油运公司的船队结构,通过比较发现,中海发展的油轮运输船队最为均衡,其中,VLCC占比47.70%,阿弗拉占比7.28%,巴拿马占比20.06%,MR占比24.96%。相较于其他油运企业来说,中海发展原油运输和成品油运输船队均衡。此次新造2艘ULCC和3艘埃弗拉型船,将进一步优化油品船队的运输结构,在增强原油运输能力的同时,兼顾成品油运输需求。

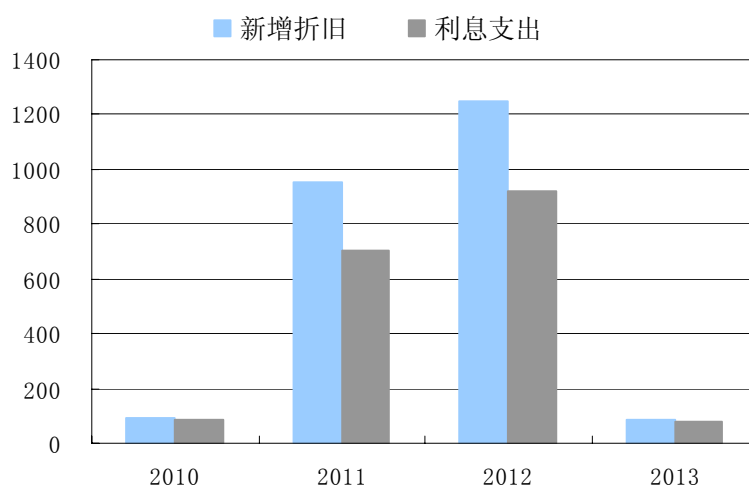
3. 新增利息和折旧支出增加将侵蚀部分利润。结合已有的造船计划,公司所有新增船舶计划将使公司2011-13年的利息支出达到878.42、1148.61和78.52百万元,而新增折旧分别为953.72、1247.07、85.25百万元。如果行业目前供大于需的行业态势得不到改善,我们认为新增造船计划其实对公司是一个压力。

图 4：四大油运公司船队结构比较（单位：万载重吨）



资料来源：公司资料、中投证券研究所

图 4：新增折旧和利息支出（单位：百万元）



资料来源：公司资料、中投证券研究所

投资建议：维持公司“推荐”评级。我们综合运力扩大导致周转量的增加以及折旧和利息等支出，预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.57、0.62、0.78 元，2012 年略微下调 0.07 元，是考虑到“囚徒困境”博弈导致行业复苏低于预期，维持“推荐”的投资评级。

风险提示：航运市场波动风险；需求低于预期。

附表：主营业务图表

图 4：煤炭运输业务周转量（单位：吨海里）

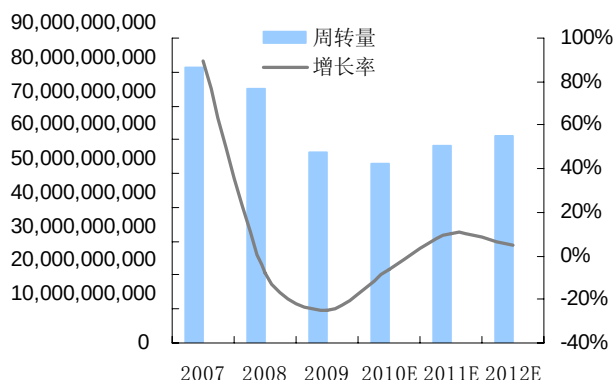
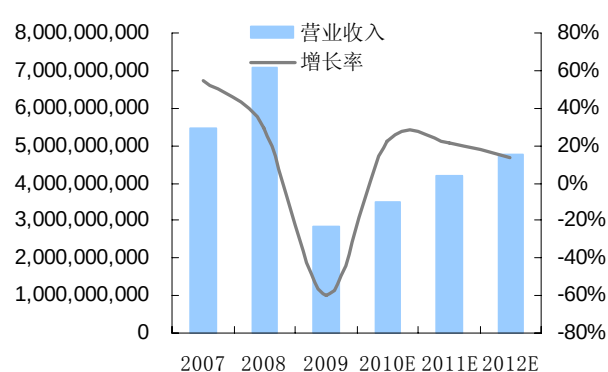


图 5：煤炭运输业务营业收入（单位：元）



资料来源：公司资料、中投证券研究所

图 4：其他干散货运输业务周转量（单位：吨海里）

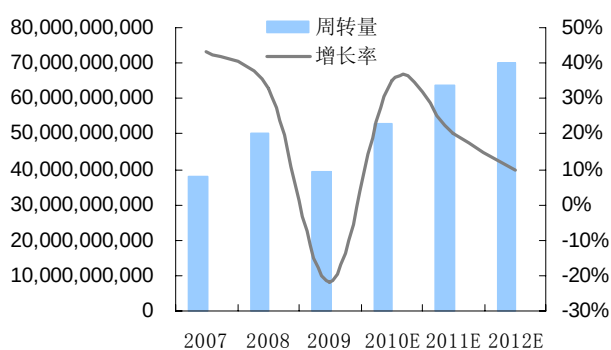
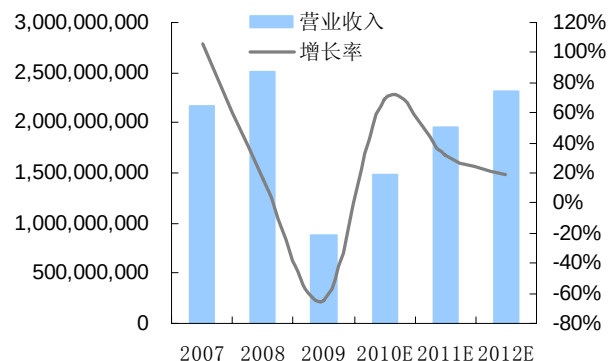


图 5：其他干散货运输业务营业收入（单位：元）



资料来源：公司资料、中投证券研究所

图 4：油运周转量（单位：吨海里）

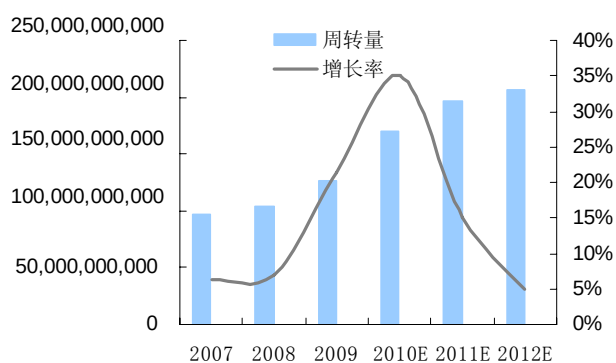
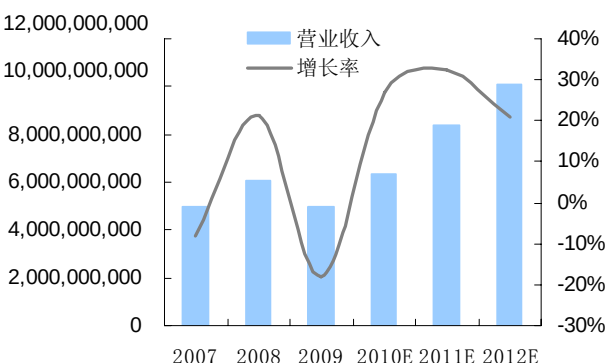


图 5：油运业务营业收入（单位：元）



资料来源：公司资料、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3605	4254	21276	43651	营业收入	8919	11296	14106	17536
现金	2222	2880	19724	41955	营业成本	7262	8782	10819	12765
应收账款	618	565	564	526	营业税金及附加	185	215	268	333
其他应收款	222	226	282	351	营业费用	39	34	42	53
预付账款	141	176	216	255	管理费用	287	226	282	351
存货	350	351	433	511	财务费用	49	171	541	1319
其他流动资产	52	56	56	53	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	30324	32396	34665	37299	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	1619	2500	2500	2500	投资净收益	89	200	200	200
固定资产	18496	22493	28092	30939	营业利润	1187	2069	2353	2915
无形资产	20	20	20	20	营业外收入	161	243	150	150
其他非流动资产	10189	7383	4053	3840	营业外支出	6	9	7	7
资产总计	33930	36650	55941	80949	利润总额	1342	2303	2496	3058
流动负债	3230	2585	2592	2604	所得税	278	368	374	397
短期借款	541	0	0	0	净利润	1065	1935	2122	2660
应付账款	556	527	541	511	少数股东损益	-0	0	0	0
其他流动负债	2133	2058	2051	2094	归属母公司净利润	1065	1934	2122	2660
非流动负债	9062	10767	28316	51289	EBITDA	2308	3783	4914	6724
长期借款	3229	4898	22466	45439	EPS (元)	0.31	0.57	0.62	0.78
其他非流动负债	5833	5869	5850	5850					
负债合计	12292	13352	30908	53893	主要财务比率				
少数股东权益	243	244	244	244	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	3405	3405	3405	3405	成长能力				
资本公积	4128	4128	4128	4128	营业收入	-49.2%	26.6%	24.9%	24.3%
留存收益	14327	15921	17656	19679	营业利润	-80.3%	74.3%	13.7%	23.9%
归属母公司股东权益	21395	23054	24789	26812	归属于母公司净利润	-80.2%	81.7%	9.7%	25.4%
负债和股东权益	33930	36650	55941	80949	获利能力				
					毛利率 (%)	18.6%	22.3%	23.3%	27.2%
					净利率 (%)	11.9%	17.1%	15.0%	15.2%
					ROE (%)	5.0%	8.4%	8.6%	9.9%
					ROIC (%)	3.5%	6.4%	7.8%	10.7%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	36.2%	36.4%	55.3%	66.6%
					净负债比率 (%)	37.19%	42.67%	75.28%	85.80%
					流动比率	1.12	1.65	8.21	16.76
					速动比率	1.01	1.51	8.04	16.56
					营运能力				
					总资产周转率	0.28	0.32	0.30	0.26
					应收账款周转率	14	19	25	32
					应付账款周转率	13.39	16.22	20.26	24.28
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.31	0.57	0.62	0.78
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.56	0.99	1.26	1.81
					每股净资产 (最新摊薄)	6.28	6.77	7.28	7.88
					估值比率				
					P/E	45.88	25.26	23.03	18.37
					P/B	2.28	2.12	1.97	1.82
					EV/EBITDA	24	14	11	8

资料来源：中投证券研究所。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 6 年证券行业从业经验。

孙敏, 中投证券研究所航运港口业分析师, 经济学博士, 2010 年 7 月加入中投证券。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434