

中海发展(600026.SH)

经营稳健、成长可期

——中海发展价值投资分析报告

马哲峰

86-10-5836 2779

mazf@bhq.com

核心观点:

- 行业向好趋势确定;
- 经营稳健规避风险;
- 远洋业务驱动利润长期增长;

投资要点:

● 行业预期整体走出低谷

对于中海发展盈利的预期是基于对行业整体向好的预期,对于行业的判断主要基于以下几点:第一,2010年国内宏观经济预期继续增长将带来电力、钢铁等行业需求的上升,与之对应国内煤炭需求量预期明年将有10%左右的增长;第二,国际干散货运输市场2010年预期将继续向均值3000点趋近;第三,国际油轮市场2009年已经触底,复苏将是下一阶段主题;

● “双引擎”推动利润长期增长

目前来看,公司为沿海煤炭运输的龙头企业,且煤炭运输对毛利的贡献最大,长期来看,公司战略性布局远洋干散货和油轮运输,从目前持有的订单来看,远洋运力基本构成了绝大部分的订单运力,2012年现有干散货订单运力全部交付后,预期远洋干散货运力为目前运力的7倍左右,而2010年远洋油轮运力全部交付后,预期远洋油轮运力将翻倍;

● COA 合同保证经营稳健

公司经营风格稳健主要体现在与大客户的合作上,公司最主要的业务-沿海煤炭业务运量和运价主要通过每年与大客户签订COA合同运营,毛利率维持在较高水平;未来扩张的两项业务远洋原油和铁矿石运输采用了同样的方法,远洋原油运输主要与中石化合作,运量有保证,运价既能在低位运行时得到补贴,又能充分受益运价上涨,远洋铁矿石新增运力通过与宝钢、首钢等大客户成立合资公司的方法运营,运力全部通过COA合同锁定,运费大约为BDI 3500点的水平,毛利率水平可以维持在40%左右的水平;

● 投资建议

预期2009-2011年EPS分别为0.35元、0.71元和0.75元,对应1月4日股价的市盈率分别为40.0(X)、19.8(X)和18.6(X),估值仍有提升空间,给予买入评级,目标价17.04。短期内关注沿海煤炭COA合同的谈判,全年来看,二季度结束时为较好的投资时点;

评级:

买入

上次评级:

首次评级

目标价格:

¥ 17.04

当前价格:

¥ 14.00

2009.1.4



公司简介

前身为上海海兴轮船,2002年在A股上市,主营业务为煤炭、油品以及其他干散货的沿海和远洋运输。

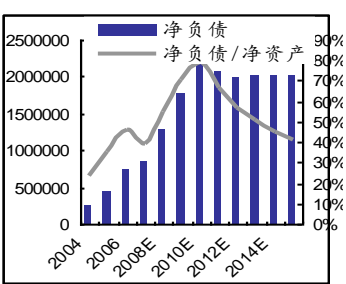
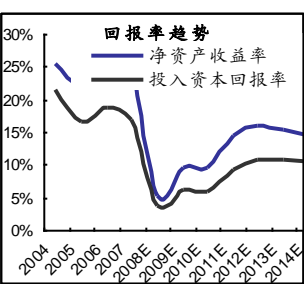
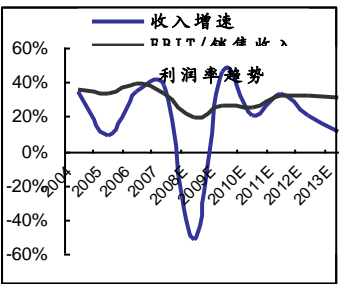
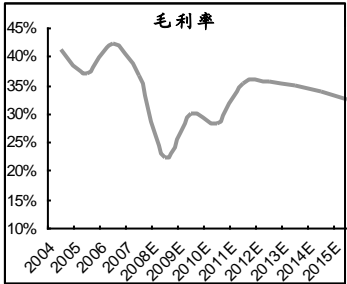
(百万元,元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	12687	17562	8531	12435	14937
EBITDA(百万元)	5895	6860	2899	4906	5612
净利润	4596	5373	1192	2404	2568
摊薄 EPS(元)	1.38	1.58	0.35	0.71	0.75
PE(X)	10.1	8.9	40.0	19.8	18.6
EV/EBITDA(X)	8.7	7.6	20.1	12.8	11.8
PB(X)	2.88	2.21	2.07	1.89	1.75
ROIC	18.55%	16.90%	3.65%	6.07%	5.75%
总资产周转率	0.63	0.66	0.26	0.32	0.33

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	1080	1858	853	1244	1494	营业收入	12687	17562	8531	12435	14937
应收票据	2	88	35	51	61	营业成本	7339	11115	6628	8720	10721
应收账款	558	697	374	545	655	营业税金及附加	247	332	154	224	269
预付款项	158	89	93	97	102	销售费用	37	38	26	37	45
其他应收款	80	137	66	97	116	管理费用	165	257	128	187	224
存货	286	272	210	276	340	财务费用	195	62	144	227	300
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	9	100	0	0	0
长期股权投资	1167	1633	3266	4899	6532	投资收益	160	548	38	42	46
固定资产	14226	13622	21491	27619	32535	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	5744	11436	9168	7764	6847	营业利润	4953	6023	1490	3083	3424
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	425	410	0	0	0
无形资产	5	14	13	13	12	税前利润	5378	6433	1490	3083	3424
长期待摊费用	27	27	24	22	19	减: 所得税	782	1057	298	678	856
资产总计	23607	29928	35710	42812	48967	净利润	4596	5376	1192	2404	2568
短期借款	511	778	526	2157	3141	归属于母公司的净利润	4596	5373	1192	2404	2568
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	3	0	0	0
应付账款	462	529	310	418	546	基本每股收益	1.38	1.58	0.35	0.71	0.75
预收款项	129	90	70	42	9	稀释每股收益	1.38	1.58	0.35	0.71	0.75
应付职工薪酬	108	145	145	145	145	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
应交税费	104	95	95	95	95	成长性					
其他应付款	182	28	28	28	28	营收增长率	34.4%	38.4%	-51.4%	45.8%	20.1%
其他流动负债	0	0	-5	-3	-1	EBIT 增长率	58.0%	18.8%	-72.6%	104.8%	12.6%
长期借款	3555	5529	5529	8709	11669	净利润增长率	65.8%	16.9%	-77.8%	101.7%	6.8%
负债合计	7438	8380	12693	17629	21697	盈利性					
股东权益合计	16170	21548	23017	25183	27270	销售毛利率	42.2%	36.7%	22.3%	29.9%	28.2%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	36.2%	30.6%	14.0%	19.3%	17.2%
净利润	4596	5376	1192	2404	2568	ROE	28.4%	24.9%	5.2%	9.5%	9.4%
折旧与摊销	997	1039	1303	1639	1935	ROIC	18.55%	16.90%	3.65%	6.07%	5.75%
经营活动现金流	5602	6049	2676	4063	4670	估值倍数					
投资活动现金流	-6967	-6133	-8562	-8018	-7584	PE	10.1	8.9	40.0	19.8	18.6
融资活动现金流	1999	894	4880	4345	3164	P/S	3.7	2.7	5.6	3.8	3.2
现金净变动	634	810	-1005	390	250	P/B	2.88	2.21	2.07	1.89	1.75
期初现金余额	475	1080	1858	853	1244	股息收益率	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	1.0%
期末现金余额	1110	1890	853	1244	1494	EV/EBITDA	8.7	7.6	20.1	12.8	11.8

	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	582065.0	159588.8	326768.3	367784.5	624257.1	767201.0	828790.1	877108.9	912765.4	938451.8	961724.7
所得税	16.43%	20.00%	22.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
NOPLAT	486449.8	127671.1	254879.3	275838.4	468192.8	575400.7	621592.6	657831.7	684574.1	703838.9	721293.5
营运资金净变动	-27734.5	26148.8	-20623.3	-11254.2	-31576.3	-24434.3	-17166.1	-18207.2	-18949.0	-18643.5	-20139.5
资本支出	-508866	-690000	-636000	-593000	-231000	-217287	-228151	-239559	-239559	-239559	-239559
自由现金流	53737.2	-405842.2	-237865.3	-134957.9	418853.8	561499.6	616314.8	651389.5	688206.8	718359.8	744784.3

WACC	8.32%	Ke	10.9%
永续增长率	1.00%	Kd	5.6%
终值	363053.6	t	20%
企业价值	6988935.9	Rf	1%
非核心资产价值	411906.5	E(Rm)	0.1
债务价值	1159353.56	Rm - Rf	9%
股权价值	5829582.3	D/A	19.6%
股本	340455.23	E/A	80.4%
每股价值	17.12	Beta	1.10

估值		g				
		0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
WACC	6.95%	20.81	22.21	23.86	25.81	28.17
	7.45%	18.74	19.90	21.25	22.82	24.70
	7.95%	16.94	17.91	19.03	20.32	21.83
	8.45%	15.37	16.19	17.12	18.19	19.43
	8.95%	13.99	14.69	15.47	16.37	17.39
	9.45%	12.76	13.36	14.03	14.78	15.64
	9.95%	11.67	12.18	12.76	13.40	14.12



目录

1. 公司简介	6
1.1. 公司简介	6
2. 公司主营业务	6
2.1. 公司主营业务分析	6
2.2. 公司交付运力预期	7
3. 行业分析	10
3.1. 煤炭运输	10
3.2. 油品运输	11
3.3. 其他干散货运输	12
4. 中海发展盈利预测	13
4.1. 油轮盈利预测	13
4.2. 煤炭运输盈利预测	14
4.3. 其他干散货运输盈利预测	15
4.4. 成本假设	16
5. 每股盈利敏感性分析	17
6. 估值与投资建议	18

图表

图 1: 中海发展股权结构图	6
图 2: 中海发展分部主营业务收入	7
图 3: 中海发展分部主营业务成本	7
图 4: 中海发展毛利构成	7
图 5: 中海发展分部业务毛利率	7
图 6: VLOC 船舶运力增长预期	8
图 6: 远洋油轮代表航线运费波动	9
图 7: 华东航线市场运价与 COA 运价	10
图 8: 华南航线市场运价与 COA 运价	10
图 9: 中海发展内外贸煤炭运输周转量及增速	11
图 10: 国内外煤炭价格差价走势	11
图 11: 我国煤炭净进口	11
图 12: 沿海油品运输价格波动很小	12
图 13: 中海发展内外贸油品运量及增速	12
图 14: 中海发展内外贸油品运量及增速	13
图 14: BDI 季节性 (2002-2006)	18
图 14: BDI 季节性 (2002-2008)	18
图 14: BDTI 季节性 (2003-2008)	19
图 14: VLCC TD3 运费季节性 (1997-2008)	19
图 15: 中海发展历史平均 PE 约 27 倍	19

表格

表 1: 中海发展干散货船队构成	8
表 1: 中海发展干散货船舶运力	8

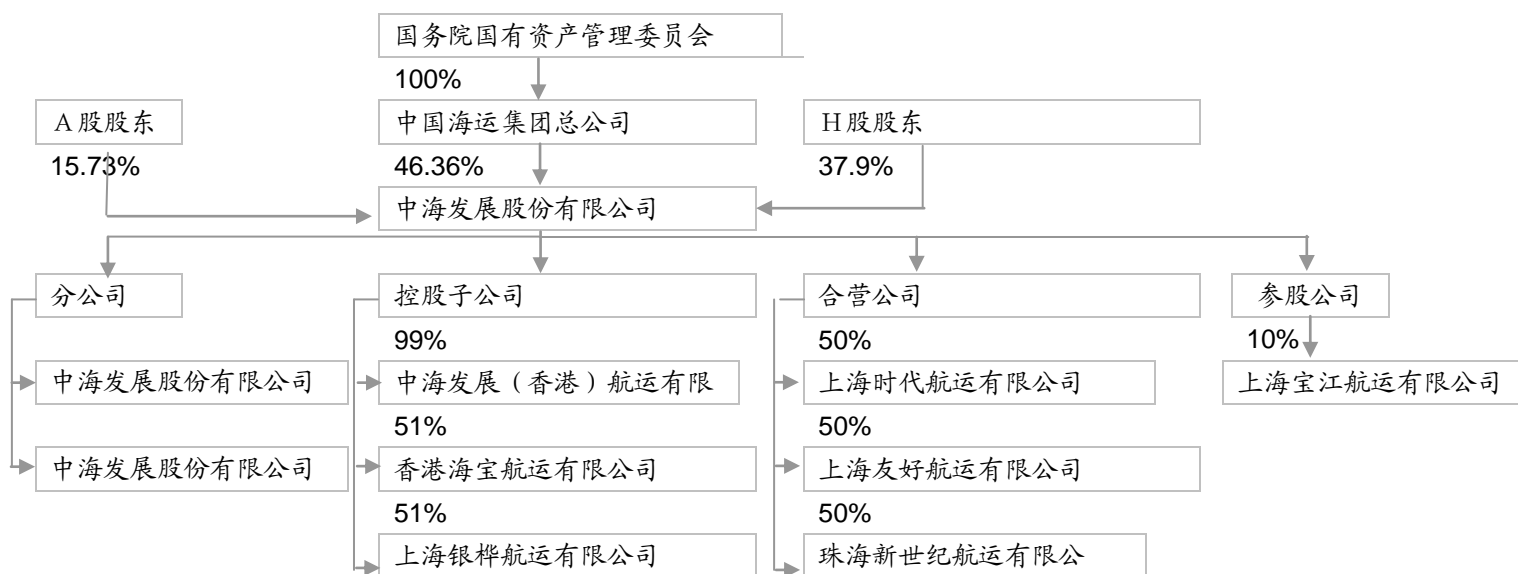
表 2: 中海发展油轮分类 (截至 2009 年 6 月)	8
表 3: COA 约定的运价水平	9
表 4: 中海发展油轮船舶运力交付预期	10
表 5: 中海发展分部业务经营模式总结	13
表 6: 中海发展油品运输周转量预期	14
表 7: 中海发展油品运输收入预期	14
表 8: 中海发展煤炭运输周转量预期	15
表 9: 中海发展煤炭收入预期	15
表 10: 中海发展其他干散货运输周转量预期	16
表 11: 中海发展其他干散货运输收入预期	16
表 12: 航运业相关上市公司盈利预测	20

1. 公司简介

1.1. 公司简介

中海发展前身为上海海兴轮船股份有限公司，1997 年中国海运（集团）总公司从上海海运接收了海兴轮船的全部国有法人股成为了其控股股东，年底海兴轮船更名为中海发展股份有限公司，2002 年 5 月公司在 A 股上市，目前总股本约 34 亿股。

图 1：中海发展股权结构图



数据来源：公司公告 渤海证券研究所

2. 公司主营业务

2.1. 公司主营业务分析

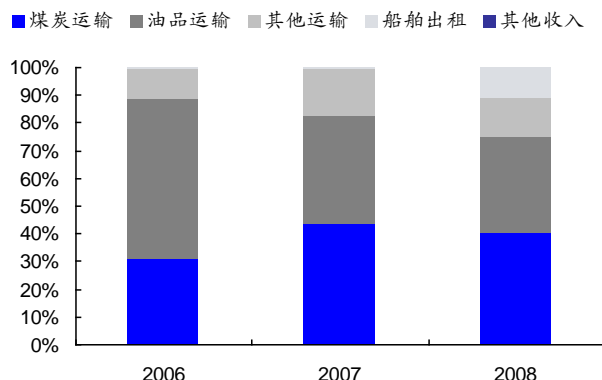
公司主要业务大致分为煤炭运输、油品运输和其他干散货运输三大块，未来预期还会有 LNG 业务逐步贡献利润；按区域可分为沿海运输和远洋运输两大类。

从 2008 年的数据来看，煤炭运输是公司利润的主要来源，煤炭运输收入占到总收入的约 40%，煤炭运输毛利占到全部毛利的约 57%；其次是油品运输，该项收入占到总收入的约 35%，贡献了全部毛利的 29%；其他干散货运输收入占总收入的比例约为 14%，贡献了全部毛利的约 15%；我们认为，随着公司 VLCC 船队和 VLOC 船队的扩张，未来收入-成本的结构会有所改变。

从毛利率的角度看，中海发展盈利能力较强，2008 年销售毛利率高达 37%，毛利率水平最高的为煤炭运输，毛利率高达 51%；其次为其他干散货运输，毛利率为 40%；油品运输的毛利

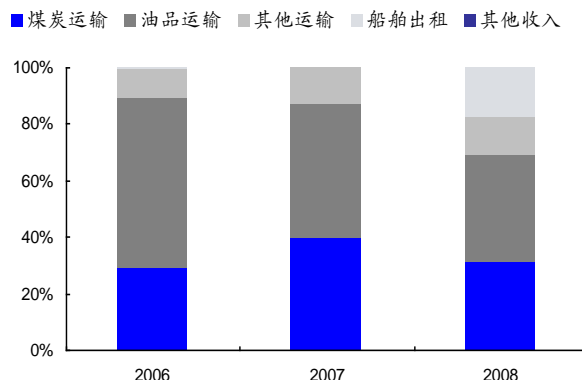
率较为稳定，维持在 30%以上。

图 2：中海发展分部主营业务收入



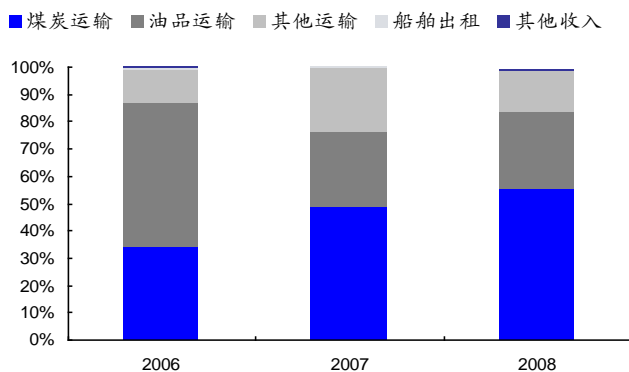
数据来源：公司公告 渤海证券研究所

图 3：中海发展分部主营业务成本



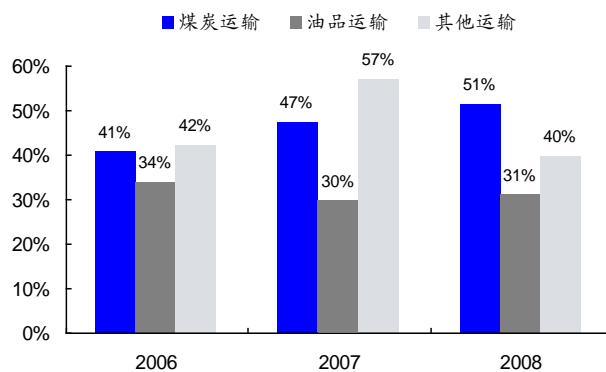
数据来源：公司公告 渤海证券研究所

图 4：中海发展毛利构成



数据来源：公司公告 渤海证券研究所

图 5：中海发展分部业务毛利率



数据来源：公司公告 渤海证券研究所

2.2.公司交付运力预期

2.2.1 干散货船舶运力概况

从干散货船舶运力扩张的角度看，运力未来的主要增长点为 VLOC 船舶，也就是铁矿石远洋运力的增长，未来增加的 16 艘船舶全部签订了长期期租合同，运价制定的原则为基准运价+燃油附加费，运价水平约为 BDI 指数 3500 点的水平，毛利率大约在 40%左右，合作对象分别为宝钢（6 艘）、首钢（5 艘）、武钢（4 艘）、上海港（1 艘），运营方式为分别成立合营公司，中海的股权均为 51%。

此外，干散货船队的船龄结构较大，预期 2009-2011 年每年将有 30 万吨左右的运力退出。从船队的构成来看，灵便及大灵便型主要投放于沿海煤炭运输，巴拿马型主要投放于远洋运输，从运力的订单来看，如果未来交付的巴拿马型船和 VLOC 型船舶全部投放于远洋运输，那么目前持有的全部订单交付后，远洋散货的运力将会有大约 7 倍左右的运力增长。

表 1: 中海发展干散货船队构成

	数量	万载重吨
灵便型散货船 (10000-30000 载重吨)	45	97.1
大灵便型散货船 (35000-59999 载重吨)	52	223.1
巴拿马型散货船 (60000-79999 载重吨)	11	75.7

数据来源: 公司公告 渤海证券研究所

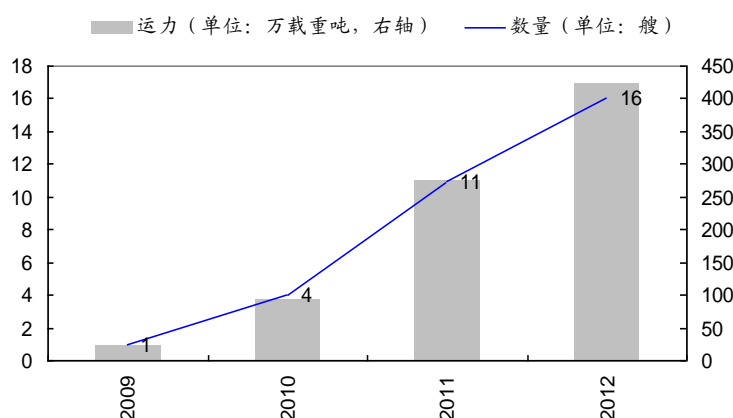
表 2: 中海发展干散货船舶运力

干散货船队	现有船舶数量		预期运力交付							
	2009H1		2009H2		2010		2011		2012	
	数量	万载重吨	数量	万载重吨	数量	万载重吨	数量	万载重吨	数量	万载重吨
灵便型	97	320	3	17	6	34	8	46	4	23
巴拿马型	11	76					4	30	4	30
VLOC	0	0	1	23	3	69	7	182	5	150
总计	108	396	4	40	9	103	19	258	13	203

*不包括合资公司自有船舶

数据来源: 公司公告 渤海证券研究所

图 6: VLOC 船舶运力增长预期



数据来源: 公司公告 渤海证券研究所

2.2.2 油轮运力概况

中海发展的油轮船舶可以按吨位做如下分类:

表 3: 中海发展油轮分类 (截至 2009 年 6 月)

	船型	数量	万载重吨
原油轮 (16,500 ~ 24,999 载重吨)	通用型	1	1.5
原油轮 (25,000 ~ 49,999 载重吨)	灵便型	10	36.4
原油轮 (50,000 ~ 79,999 载重吨)	巴拿马型	16	103.2
原油轮 (200,000+载重吨)	VLCC	5	147.1
成品油轮 (<19,999 载重吨)	灵便型	7	6.9
成品油轮 (40,000 ~ 49,999 载重吨)	MR	16	68.4
成品油轮 (70,000 ~ 119,999 载重吨)	阿芙洛	4	40.8

数据来源：公司公告 渤海证券研究所

从船舶类型来看，原油油轮运力在 4 万吨以下的一般用于沿海运输，4 万吨以上的一般用于远洋运输，成品油油轮在 2 万吨以下的一般用于沿海运输，4 万吨以上的用于近海及远洋运输；

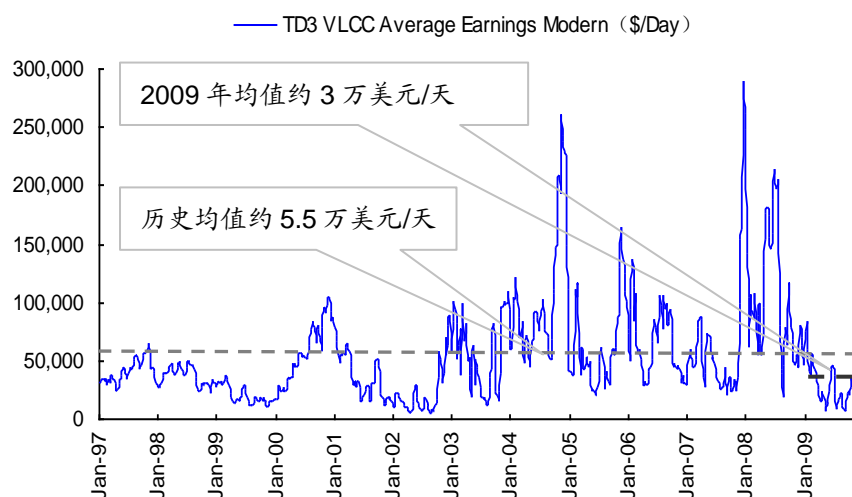
从油轮运力的扩张来看，运力未来的增长主要来自于 VLCC 船舶，可以看出远洋原油运输将成为上市公司新的增长点。与其它两家油轮公司一样，中海发展 VLCC 运力的增长依然是基于“国油国运、国矿国运”的大背景，新增的运力未来有可能将全部承运中石化的长期合同，从合同的内容看，中石化的货源 2010 年将增至 1000-1200 万吨，假设 2010 年实际控制的有效船舶为 11 艘，那么实际有效运力约为 1900 万吨左右，也就是说，大约 VLCC 运力大约有 1/3 将投放于即期市场。

表 4: COA 约定的运价水平

X=市场运价	Y=实际合同运价
$X < 45$	$Y = X + 10$
$45 \leq X \leq 65$	$Y = X + (65 - X) * 60\%$
$65 < X < 135$	$Y = X$
$135 \leq X \leq 190$	$Y = X + (X - 135) * 50\%$
$X > 190$	$Y = X + (X - 135) * 50\% + (X - 190) * 75\%$

数据来源：渤海证券研究所

图 7: 远洋油轮代表航线运费波动



数据来源：Clarkson 渤海证券研究所

根据合同约定，我们认为，2010 年中海发展油轮运费将在大部分时间内与市场运价保持一致，2010 年运费高于 135 点而进行打折的概率基本为零，而低于 65 点而享受高于市场平均水平运费的情况会较有可能出现(2009 年 WS65 点对应 26.5 万吨 TD3 航线运费约 5.8 万美元/天，2010 年 WS 上调了基准，因此实际对应的 TD3 TCE 水平可能下调，约为 4.7 万美元/天左右)。

表 5：中海发展油轮船舶运力交付预期

油轮船队	现有船舶数量		预期运力交付					
	2009H1		2009H2		2010		2011	
成品油	数量	万载重吨	数量	万载重吨	数量	万载重吨	数量	万载重吨
灵便型	7	6.9						
MR	16	68.4	2	9.3				
阿芙洛	4	40.8			1	7.6	3	22.8
原油	数量	万载重吨	数量	万载重吨	数量	万载重吨	数量	万载重吨
通用型	1	1.5						
灵便型	10	36.4						
巴拿马	16	103.2	3	22.8	3	22.8		
VLCC	5	147.1	5	150	2	60		

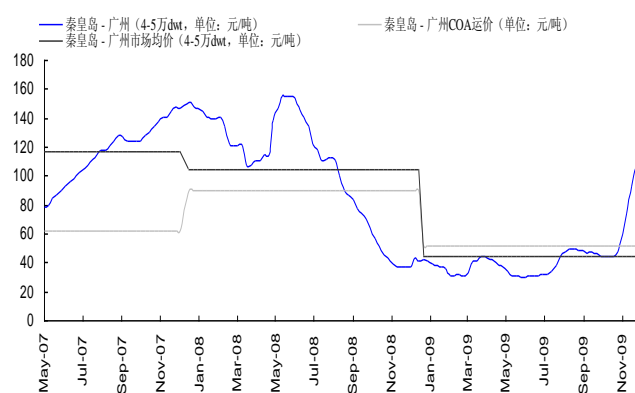
数据来源：公司公告 渤海证券研究所

3. 行业分析

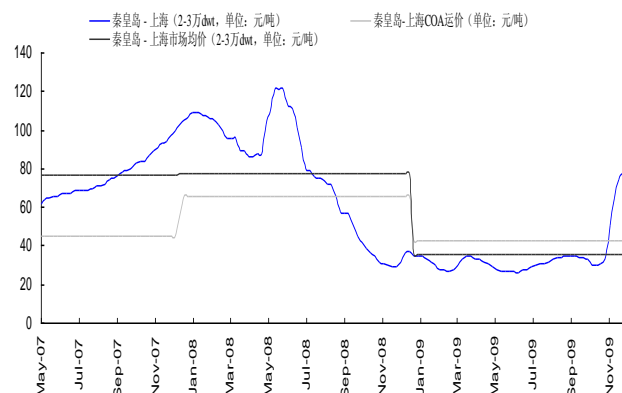
3.1. 煤炭运输

从经营的区域来看，煤炭运输可以分为沿海煤炭运输和远洋煤炭运输，其中中海发展为国内沿海煤炭运输行业的龙头，但是由于沿海煤炭运输市场本身进入壁垒较低、市场竞争激烈，近些年公司的市场份额不断降低。

沿海煤运的经营主要采取与大客户签订 COA 合同的方式，从 2009 年 10 月份的运营数据来看，09 年前 10 个月内贸煤炭累计运量较 08 年同期下降达 30%。此外，从历史数据来看，沿海散货运量中 COA 合同运量与即期市场运量的比例大概为 9: 1，而 2009 年这个比例大约为 7: 3，可以看出，运量的下降一方面是由于整个市场容量的萎缩，另一方面也是由于 COA 运价水平高于市场水平而造成 COA 运量下降。

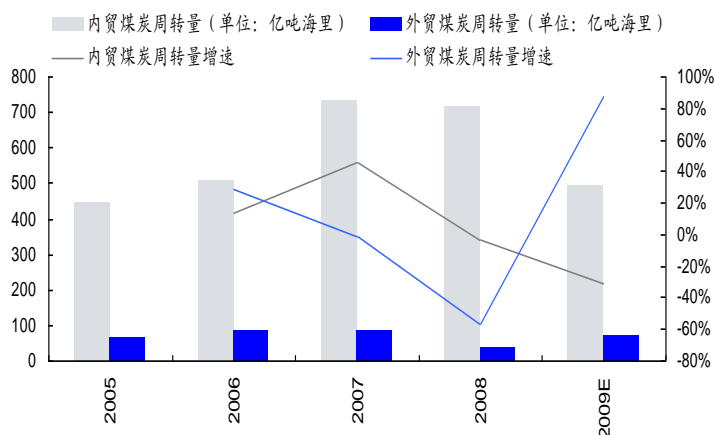
图 8：华东航线市场运价与 COA 运价


数据来源：公司公告 渤海证券研究所

图 9：华南航线市场运价与 COA 运价


数据来源：公司公告 渤海证券研究所

图 10: 中海发展内外贸煤炭运输周转量及增速

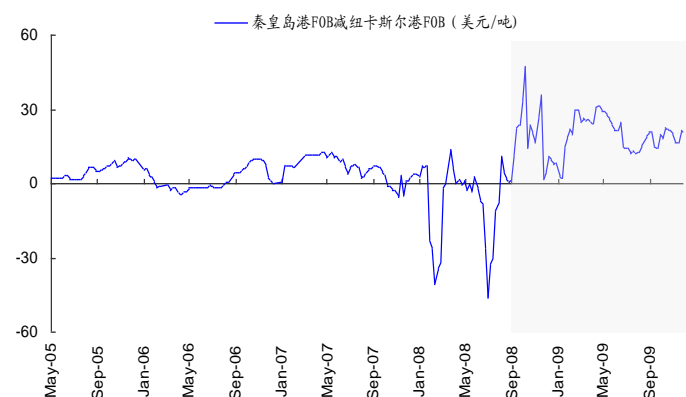


数据来源：公司公告 渤海证券研究所

对于 2010 年沿海煤炭运输的需求量，我们认为主要看两个方面：第一，华东华南火力发电量与钢铁产量的增长；第二，国内外煤炭价格的价差是否会缩窄；

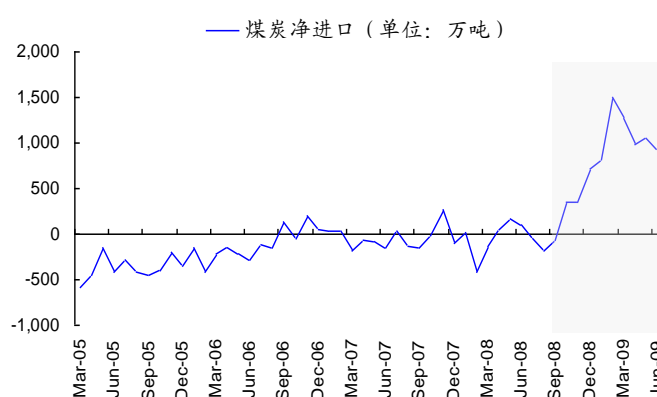
根据我们煤炭研究员的预期，2010 年煤炭净进口较 2009 将有明显下降，进口量约为 5000 万吨左右，此外，2010 年火力发电以及钢铁所需煤炭增速约为 10%。

图 11: 国内外煤炭价格差价走势



数据来源：渤海证券研究所

图 12: 我国煤炭净进口



数据来源：WIND 渤海证券研究所

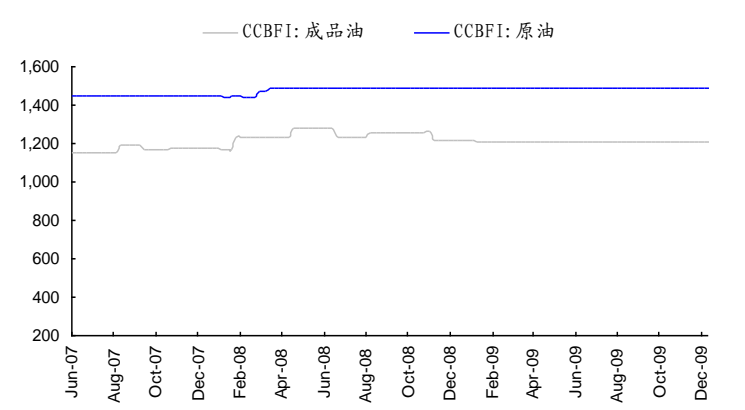
3.2. 油品运输

油品运输同样可以分为沿海运输和远洋运输，其中沿海原油运输的主要客户为三大石化公司，每年的运量基本由交通部分配，中海发展的市场份额大概为 60% 以上，价格确定原则为基准价+燃油附加费+通胀调整系数，其中基准价长期以来一直未发生变更，因此沿海原油毛利率基本稳定，维持在 38%-40% 之间。沿海成品油运输基本全部投放于现货市场。

从历史数据来看，中海发展的内贸油品运输周转量相对比较稳定，维持在 190 亿吨海里左右，而外贸油品运输（原油）是公司未来收入的重要增长点之一。从 VLCC 运力的角度看，2009 年下半年交付的运力为 150 万载重吨，为 2009 年中期控制的船舶运力的一倍，而这部分运力

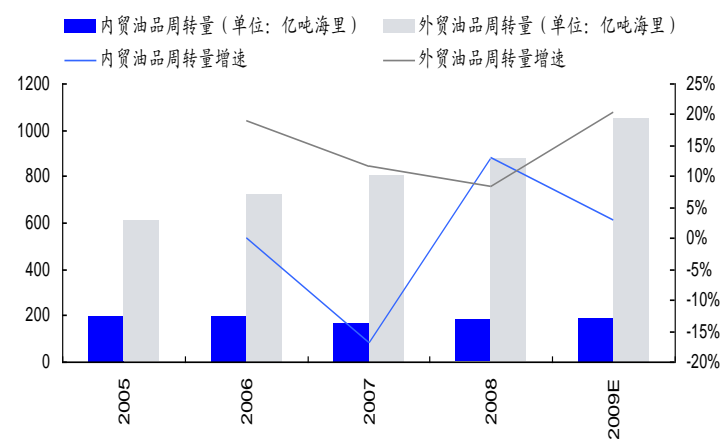
将主要在 2010 年释放产能，因此我们预计 2010 年远洋原油的运量会有较大幅度增长。

图 13: 沿海油品运输价格波动很小



数据来源: WIND 渤海证券研究所

图 14: 中海发展内外贸油品运量及增速



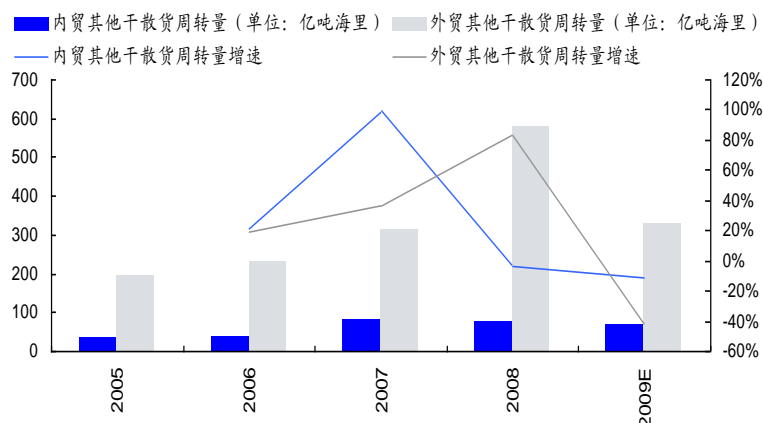
数据来源: WIND 渤海证券研究所

3.3. 其他干散货运输

其他干散货运输包括铁矿石、盐、钢材、石料、水泥熟料等，2008 年其他干散货运输贡献了毛利的大约 15%。

从 VLOC 运力扩张的角度看，其他干散货运输中的远洋铁矿石运输将成为公司利润增长的另一个引擎。由于新增 VLOC 船舶运力被 COA 合同锁定，因此其毛利基本维持在 40%左右的水平，业绩的预测主要任务是对运量做出预计。

图 15: 中海发展内外贸油品运量及增速



数据来源: WIND 渤海证券研究所

表 6: 中海发展分部业务经营模式总结

煤炭	沿海	主要通过与大客户签订 COA 合同运营, 09 年全年 COA 运量约占总运量的 70% (历史比例约为 90%)。
	远洋	占总收入的比重较小。
油品	沿海	原油运量份额占市场全部运量的约 60%, 运价基本没有波动, 毛利率维持在 40% 左右, 成品油运输收入占总收入的比重不大, 基本全部投放于即期市场。
	远洋	远洋原油为公司未来利润的主要增长点, 运营方式为与中石化签订 COA 合同, 目前运力的静态保本点大约为 TCE 30000 美元/天, 全部运力交付后的 VLCC 保本点大约为 TCE 33000-35000 美元/天。
其他干散货运输	沿海	占总收入比重较小。
	远洋	目前来看占总收入比重较小, 但从 VLOC 运力扩张的角度来看, 远洋铁矿石运输将成为公司未来另一个利润的增长点。运营模式采用与大客户成立合营公司的方法, 运价水平大约相当于 BDI 指数 3500 点的水平, 毛利率能达到约 40% 的水平。

资料来源: 公司信息 渤海证券研究所

4. 中海发展盈利预测

4.1. 油轮盈利预测

关键假设:

中海发展油轮船龄结构较散货船龄结构较低, 未来三年可能淘汰的运力预期总共在 10 万吨左

右，相对总运力来说不大；

1) 如果 2010 年油轮订单运力全部交付，预期远洋油轮运力较 2009 年中期将会翻倍；

在假设预期交付船舶运力在年中释放的条件下，我们认为 2010-2011 年公司远洋油轮有效运力的增速为 55%和 12%，保守预期周转量增长与运力增长保持同步（实际运距可能有所上升）；内贸部分周转量增长主要依靠内生性增长；

2) 2010-2011 年远洋油品运价分别上涨 35%和 0%，沿海油品运价保持不变；（远洋油轮运费价格预期分析详见《长航油运-行业拐点来临，公司跨越成长》）

盈利预测：

表 7：中海发展油品运输周转量预期

	2008A	2009E	2010E	2011E
内贸	184.3	189.60	212.35	222.97
增速	13%	3%	12%	5%
外贸	871.9	1047.38	1623.44	1818.25
增速	8%	20%	55%	12%
合计	1056.2	1236.98	1835.79	2041.22
增速	9%	17%	48%	11%

资料来源：渤海证券研究所

表 8：中海发展油品运输收入预期

	2008A	2009E	2010E	2011E
内贸	2,229.95	2485.31	2783.55	2922.73
增速	8%	11%	12%	5%
外贸	3,847.95	2430.85	5274.94	5907.93
增速	41%	-37%	117%	12%
合计	6,077.90	4916.16	8058.49	8830.66
增速	26%	-19%	64%	10%

资料来源：渤海证券研究所

4.2.煤炭运输盈利预测

关键假设：

从运量来看，中海发展的煤炭运量主要来自于内贸，2008 年的数据显示，国内煤炭周转量为 712.7 亿吨海里，而国际煤炭周转量仅为 37.2 亿吨海里，由于 2009 年国内国际煤炭价格的差价导致煤炭进口量大幅度上升，截至 11 月份的经营数据显示，2009 年前 11 个月国内煤炭周转量为 372.2 亿吨海里，国际煤炭周转量为 51.6 亿吨海里。

从运力来看，干散货船舶中的灵便型船舶主要从事与沿海煤炭运输（仅有少部分运力分配于沿

海其他干散货运输), 从灵便型船舶订单运力和预期退出运力来看, 未来预期船舶运力变动不大, 沿海煤炭运量的增长主要取决于内生的需求增长, 基于此, 我们假设:

1) 2010-2011 年沿海煤炭运输周转量分别增长 10%和 8%, 保守预期运价维持不变;

2) 2010-2011 年远洋煤炭运输周转量下降 20% (预期内外贸煤炭价差收窄) 和上升 10%, 运价分别上涨 15%和 5%;

盈利预测:

表 9: 中海发展煤炭运输周转量预期

	2008A	2009E	2010E	2011E
内贸	712.7	490.15	539.16	582.29
增速	-3%	-31%	10%	8%
外贸	37.2	70.80	56.64	62.30
增速	-56%	90%	-20%	10%
合计	749.9	560.95	595.80	644.60
增速	-9%	-25%	6%	8%

资料来源: 渤海证券研究所

表 10: 中海发展煤炭收入预期

	2008A	2009E	2010E	2011E
内贸	6,900.10	2487.35	2736.08	3102.72
增速	41%	-64%	10%	13%
外贸	183.37	239.48	220.33	254.48
增速	-65%	31%	-8%	16%
合计	7,083.47	2726.83	2956.41	3357.19
增速	31%	-62%	8%	14%

资料来源: 渤海证券研究所

4.3. 其他干散货运输盈利预测

关键假设:

从运量的角度看, 其他干散货运输主要集中于国际航线, 公司拥有的巴拿马船主要从事与国际航线的其他干散货运输 (少部分运力分配于煤炭的远洋运输)。从运力的角度看, 预期未来三年内有约 30 万吨的运力退出, 加上 2011 年交付的 30 万吨运力, 我们认为巴拿马型船短期内运力不会发生太大变化;

其他干散货运力的增长主要来自于 VLOC 船舶, 考虑到 2009 年 VLOC 至今尚未交付, 我们预期 2009 年 VLOC 实际有效运力为零, 船舶交付时间的不确定导致实际有效运力的不确定是盈利预测的困难之一, 上市公司可以根据市场情况提前或推迟船舶的交付, 出于谨慎性的考虑, 我们假设所有当年预期交付的船舶都在下一年释放运力; 长期来看, 目前所持的全部订单运力

如果在 2012 年全部交付完毕，那么届时运力大约为目前运力的 7 倍左右；

1) 远洋其他干散货运输周转量 2010-2012 年的增速分别为 55%、90%、108%和 43%；在 BDI 均值 3000 点的预期下，2010 年运价上涨 15%（运价预期详见《航运业 2010 年投资策略报告-行业整体预期继续向好》），更长期的看，VLOC 运力在远洋干散货船舶运力中所占的比重会越来越大，因此运价可能会向 BDI 3500 趋近，在此基础上预期 2011 年运费上涨 13%；

2) 国内其他干散货运输周转量保持不变，运价保持不变；

盈利预测：

表 11：中海发展其他干散货运输周转量预期

	2008A	2009E	2010E	2011E
内贸	76.7	68.40	73.87	82.00
增速	-4%	-11%	8%	11%
外贸	576.1	334.69	518.77	985.66
增速	83%	-42%	55%	90%
合计	652.8	403.09	592.64	1067.66
增速	66%	-38%	47%	80%

资料来源：渤海证券研究所

表 12：中海发展其他干散货运输收入预期

	2008A	2009E	2010E	2011E
内贸	591.39	273.26	324.63	396.38
增速	14%	-54%	19%	22%
外贸	1,915.59	614.76	1095.82	2352.72
增速	16%	-68%	78%	115%
合计	2,506.98	888.02	1420.45	2749.09
增速	16%	-65%	60%	94%

资料来源：渤海证券研究所

4.4. 成本假设

对于成本，我们认为上市公司成本上涨将主要来自于两个方面，一是本身运力增加带来的“增量”成本上涨，二是燃油价格上涨、人力成本上涨等带来的“存量”上涨；

关键假设

1) 燃油价格上涨 10%；

2) 各项成本增长与实际运力增长基本保持同步；

表 6：中海发展成本预期

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业成本	11115	6628.0	8720.0	10721.4
增速	51%	-40%	32%	23%
燃油	3972	2499	3374	4319
增速	34%	-37%	35%	28%
港口费	866	721.56	916.38	1099.66
增速	28%	-17%	27%	20%
折旧	1017	1019.56	1254.06	1492.33
增速	12%	0%	23%	19%
其他运营成本	5260	2387.6	3175.53	3810.63
增速	88%	-55%	33%	20%

资料来源：渤海证券研究所

表 6：中海发展综合毛利率预期

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	17,562.04	8531.02	12,435.35	14,936.95
	38%	-51%	46%	20%
营业成本	11115	6628.0	8720.0	10721.4
	51%	-40%	32%	23%
综合毛利率	37%	22%	30%	28%

数据来源：渤海证券研究所

5. 每股盈利敏感性分析

考虑到远洋油轮运费和远洋干散货运费对盈利的影响比较大，我们对其进行了敏感性分析，结果如下：

表 6：运费敏感性分析

EPS			远洋油轮运费价格变动						
			-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
			23.61	27.78	30.87	32.49	34.11	37.53	43.15
远洋铁矿石运费变动	-15%	15.35	0.32	0.47	0.58	0.64	0.70	0.82	1.02
	-10%	18.06	0.35	0.50	0.61	0.67	0.73	0.85	1.06
	-5%	20.06	0.37	0.52	0.64	0.69	0.75	0.88	1.08
	0%	21.12	0.39	0.54	0.65	0.71	0.76	0.89	1.09
	5%	22.18	0.40	0.55	0.66	0.72	0.78	0.90	1.10
	10%	24.39	0.42	0.57	0.69	0.74	0.80	0.93	1.13
	15%	28.05	0.47	0.62	0.73	0.79	0.84	0.97	1.17

数据来源：渤海证券研究所

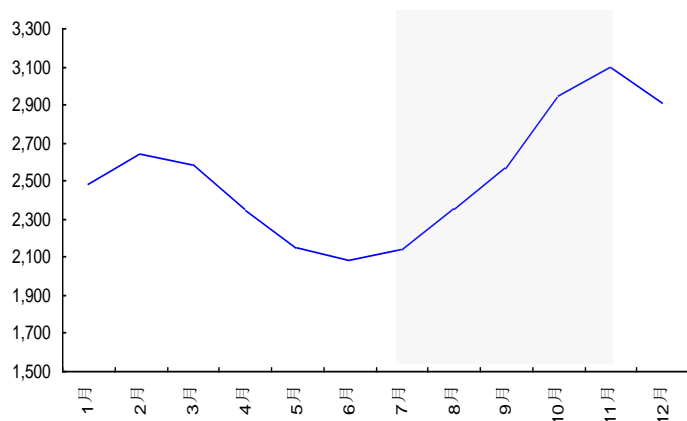
6. 估值与投资建议

中海发展 2010 年的投资思路:

1) 在盈利预测中, 我们保守假设沿海煤炭运费保持不变, 但是从目前的情况来看, 在 2010 年预期宏观经济继续上行, 以及 2009 年年末运费短时间内翻倍增长的情况下, COA 合同运费很有可能上涨, 从时间角度看, COA 合同将于春节前后签订, 届时合同的签订很有可能成为股价上涨的一个驱动因素;

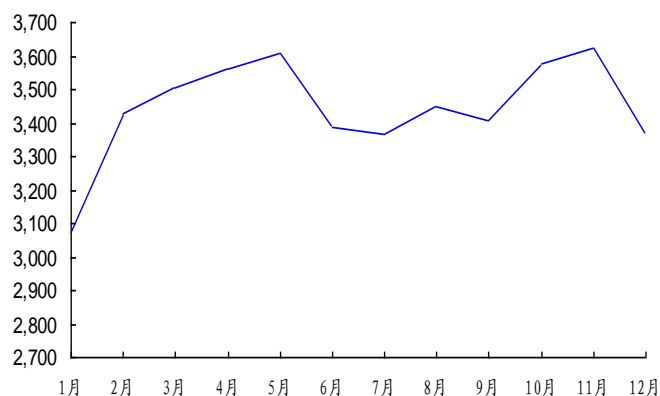
2) 2010 年全年来看, 运费季节性波动是把握投资时点的另一个线索, 考虑到远洋干散货运费主要与大客户合作, 运费基本锁定, 因此 BDI 指数的波动可能对公司业绩影响会减弱, 但是要关注 BDI 波动带来的板块效应;

图 16: BDI 季节性 (2002-2006)



数据来源: WIND 渤海证券研究所

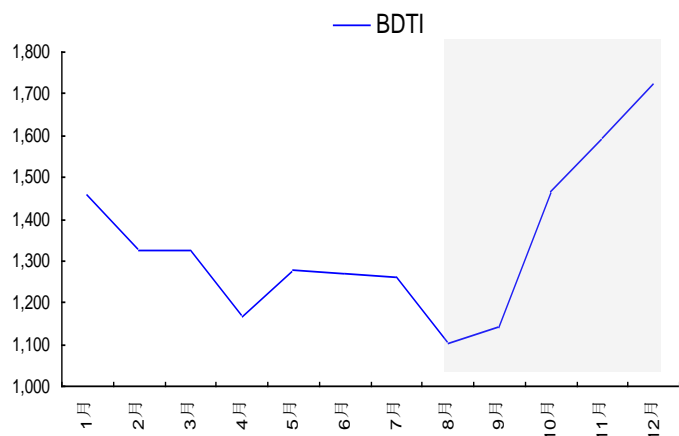
图 17: BDI 季节性 (2002-2008)



数据来源: WIND 渤海证券研究所

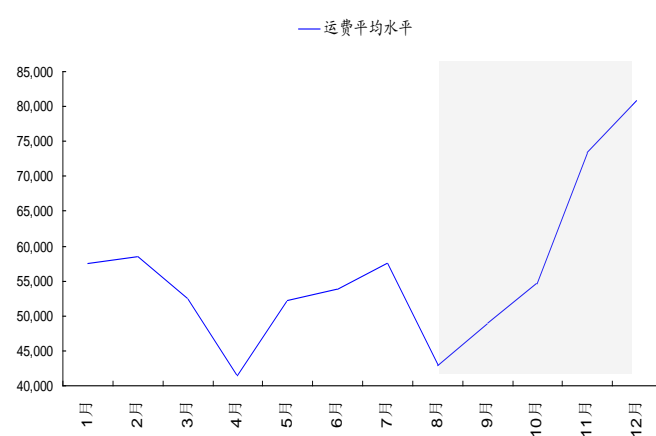
油轮运费单从历史数据显示的季节性角度看, 运费快速上涨将出现于下半年, 且从目前情况来看, 单壳油轮的拆卸也将主要出现于 2010 年下半年, 由于油轮与中石化签订的 COA 合同预期会使公司油轮运费在 2010 年大部分时间随市场波动, 因此提示 2010 年下半年预期出现的阶段性投资机会;

图 18: BDI 季节性 (2003-2008)



数据来源: WIND 渤海证券研究所

图 19: VLCC TD3 运费季节性 (1997-2008)



数据来源: WIND 渤海证券研究所

预期 2009-2011 年 EPS 分别为 0.35、0.71 和 0.75, 对应 1 月 4 日股价的市盈率分别为 40.0 (X)、19.8 (X) 和 18.6 (X), 估值仍有提升空间, 给予买入评级。

图 20: 中海发展历史平均 PE 约 27 倍



数据来源: WIND

风险提示:

国内宏观经济增长未达预期、油价上涨超预期、单壳油轮拆卸未达预期、全球原油消费增长未达预期;

核心业务沿海煤炭运输进入门槛较低, 竞争激烈可能导致公司该项业务的较高毛利率难以长期维持;

表 13: 航运业相关上市公司盈利预测

代码	简称	1月4日价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
			08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E
000520	长航凤凰	5.59	0.1096	-0.2262	-0.0457	0.1289	50.98	-	-	43.35
002320	海峡股份	53.07	1.0900	0.9369	1.1392	1.3183	65.02	56.65	46.59	40.26
600026	中海发展	14.00	1.5864	0.3501	0.7062	0.7543	8.87	40.00	19.82	18.56
600087	长航油运	7.37	0.3701	0.0558	0.3725	0.5217	19.92	134.48	20.16	14.40
600428	中远航运	10.43	1.1100	0.1780	0.3922	0.6323	9.44	58.58	26.60	16.49
600692	亚通股份	9.69	0.0792	0.0885	0.1414	0.1564	134.59	109.52	68.54	61.97
600751	SST 天海	9.32	0.0170	0.0000	0.0000	0.0000	547.92	-	-	-
600798	宁波海运	5.79	0.5284	0.0255	0.0681	0.2227	16.60	226.99	84.99	26.00
600896	中海海盛	8.87	0.2300	0.2342	0.4464	0.2460	37.96	37.87	19.87	36.06
601866	中海集运	4.57	0.0112	-0.4497	-0.0974	0.0625	408.88	-	-	73.06
601872	招商轮船	5.59	0.3600	0.1584	0.2925	0.3145	15.56	35.30	19.11	17.77
601919	中国远洋	13.71	1.0600	-0.4669	0.1774	0.4058	12.93	-	77.26	33.78
行业均值(整体法)		8.77	0.5893	-0.2224	0.1597	0.3230	8.66	-	56.89	28.12

资料来源: WIND 渤海证券研究所

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 4、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：1.本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改；2.本报告 PDF 由郭靖统一制作；

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	
有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778	商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
机场/航空/铁路行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	航运/港口/公路行业研究 马哲峰 +86 10 5836 2779	银行行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	非银行金融行业研究 江艳 +86 10 5836 2783
化工行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	煤炭行业研究 张顺 +86 10 5836 2782	钢铁行业研究 刘勇 +86 10 5836 2789	机械行业研究 李强 +86 10 5836 2766
房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	电子信息行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2790	汽车行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2787	中药/制剂/药商业行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	原料药/生物药/医疗器械行业研究 吴洋 +86 10 5836 2785	
金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与金融工程研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	可转债与金融工程研究 章辉 +86 22 2845 1977	债券研究 徐华 +86 22 2845 1137
宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	宏观产业研究 张雷 +86 22 2845 1705
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水道西道八号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 602

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn