

季度亏损环比持平

——中海发展 2013 年中报点评

核心观点：

1. 事件

中海发展发布 2013 年中报，2013 年上半年营业收入 52.5 亿元，同比下滑 7.5%。归属上市公司股东扣非后的净利润 -9.4 亿，同比亏损扩大。实现 EPS-0.28 元，二季度 EPS-0.14 元，环比持平。

2. 我们的分析与判断

我们认为短期沿海煤炭运价上涨可能催化股价的交易性机会，但公司 2013 年的业绩风险仍存，维持“中性”评级。

季度亏损环比持平

二季度公司运输总量环比基本持平。上半年，公司在内贸海洋油市场实现 15.6% 的增幅，并实现盈利。上半年干散货运量增长 22.3%，其中外贸煤运量增长 15.5%，外贸矿石运量增长 65.5%。

各业务板块中，仅内贸原油及外贸铁矿石实现正毛利，其他业务均告亏损，外贸原油上半年毛利亏 2.3 亿，内贸煤亏 9073 万。

沿海煤炭运价上涨，预计三季度减亏

沿海煤炭运价 8 月快速上涨。秦皇岛-上海/广州运价本月涨幅达 25.1%/11.3%，至 30.4/37.3 元/吨。公司 H113 沿海煤炭单吨运价仅 30 元左右，我们预计此轮沿海煤运价格的上涨将帮助公司沿海煤业务三季度实现减亏。公司上半年沿海煤业务毛利率 -10.3%，这意味着如果公司的单吨运价提升到 33-35 元则有望实现板块盈利。

现金流压力仍存

公司 2013 年上半年净现金流 -10.04 亿，其中投资活动产生的现金净额 -14.5 亿。目前公司手持现金 22.8 亿，而 2013 年全年的资本开支计划超过 60 亿。我们认为公司下半年经营现金流大幅好转的概率不大，公司的负债水平将进一步提高。

3. 投资建议

我们下调中海发展 2013-15 年的盈利预测至 -0.42/0.03/0.20 元。维持公司“中性”的投资评级。我们认为短期公司股价可能受到沿海煤炭运价上涨的催化。我们测算沿海煤运价每高于我们的预测 10%，将提升公司 2013 年 EPS0.04 元（假设 25% 有效税率）。

4. 风险提示

公司的投资风险在于内外贸油运、散货运输价格的低迷及燃油及员工等成本的上升。

中海发展 (600026.SH)

中性 维持评级

分析师

范倩蕾

■：0755-83471963

✉：fanqianlei@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512090005

市场数据	时间 2013.08.16
A 股收盘价(元)	3.64
A 股一年内最高价(元)	5.05
A 股一年内最低价(元)	3.30
上证指数	2068.45
市净率	0.53
总股本 (万股)	340455.27
实际流通 A 股(万股)	210855.27
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	76.75

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

季度亏损环比持平

中海发展发布 2013 年业绩中报，2013 年上半年实现营业收入 52.5 亿元，同比下滑 7.5%。二季度收入 26.3 亿，环比略降 0.8%。归属上市公司股东扣非后的净利润-9.4 亿，同比大幅扩大。实现 EPS-0.28 元，其中二季度 EPS-0.14 元，环比持平。

表1. 中海发展 2013 年上半年利润表（百万元）

	H113	H112	YoY	Q213	Q113	QoQ
营业收入	5,245.3	5,671.3	-7.5%	2,612.2	2,633.1	-0.8%
营业成本	(5,474.1)	(5,857.8)	-6.6%	(2,743.2)	(2,730.9)	0.4%
营业税金及附加	(2.7)	(42.2)	-93.5%	(1.1)	(1.6)	-28.7%
营业费用	(20.2)	(26.7)	-24.3%	(9.2)	(11.0)	-16.0%
管理费用	(172.3)	(166.7)	3.4%	(86.4)	(85.9)	0.5%
财务费用	(483.9)	(268.0)	80.5%	(223.1)	(260.8)	-14.4%
公允价值变动净收益	-	-				
投资净收益	(34.2)	155.9	-121.9%	(7.1)	(27.1)	-73.8%
营业利润	(942.1)	(534.2)		(457.7)	(484.4)	
营业外收入	12.6	94.6	-86.6%	4.1	8.5	-51.2%
营业外支出	(19.9)	(18.4)	8.5%	(13.5)	(6.4)	111.5%
利润总额	(949.4)	(458.0)		(467.2)	(482.2)	
所得税	(5.4)	(0.2)	3069.3%	(2.7)	(2.7)	-1.7%
净利润	(954.8)	(458.2)		(469.9)	(484.9)	
少数股东损益	6.2	(34.2)	-118.2%	5.5	0.7	
归属于上市公司股东的净利润	(948.5)	(492.4)		(464.3)	(484.2)	

资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

从二季度的经营数据来看，二季度公司运输总量环比基本持平。2013 年上半年，公司在内贸海洋油市场实现 15.6% 的增幅，并实现盈利，但上半年外贸原油运量有所下滑。上半年干散货运量增长 22.3%，其中外贸煤运量增长 15.5%，外贸矿石运量增长 65.5%。

各业务板块中，仅内贸原油及外贸铁矿石市场毛利为正。其他业务板块均告亏损，其中外贸原油上半年毛利亏 2.3 亿，内贸煤亏 9073 万。

表2. 中海发展 2013 年二季度运量分业务（百万吨海里）

	Q213	Q212	YoY	Q113	QoQ
内贸煤运	12,870	11,740	9.63%	13,000	-1.00%
内贸油运	3,970	3,730	6.43%	4,250	-6.59%
内贸矿石	1,720	1,690	1.78%	1,480	16.22%
内贸其他	2,220	1,260	76.19%	1,660	33.73%
内贸运输	20,780	18,420	12.81%	20,390	1.91%
外贸煤运	5,290	5,710	-7.36%	4,620	14.50%
外贸油运	43,590	46,160	-5.57%	43,930	-0.77%

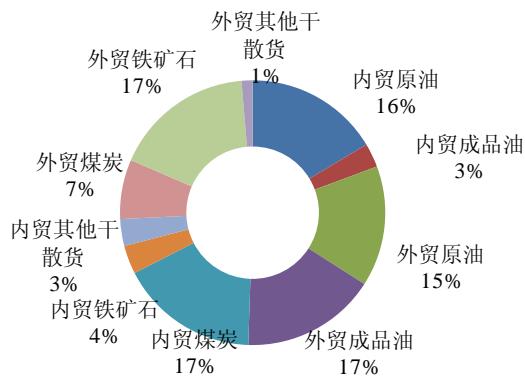
外贸矿石	28,000	14,920	87.67%	26,740	4.71%
外贸其他	4,990	7,740	-35.53%	7,190	-30.60%
外贸运输	81,870	74,530	9.85%	82,480	-0.74%
煤运	18,160	17,450	4.07%	17,620	3.06%
油运	47,560	49,890	-4.67%	48,180	-1.29%
矿石	29,720	16,610	78.93%	28,220	5.32%
其他	7,210	9,000	-19.89%	8,850	-18.53%
合计	102,650	92,950	10.44%	102,870	-0.21%

资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

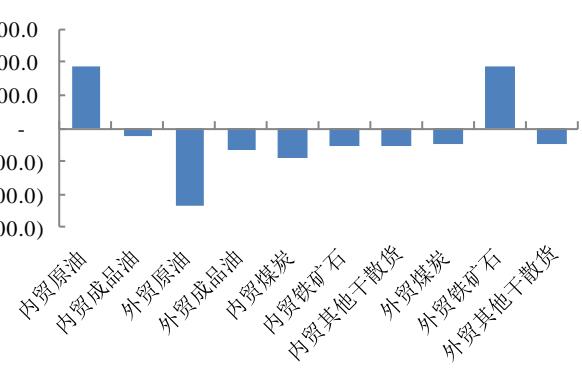
表3. 中海发展 2013 年二季度收入分业务 (百万元)

	Q213	Q212	YoY	Q113	QoQ
内贸煤运	465	565	-17.73%	451	3.19%
内贸油运	483	477	1.25%	527	-8.34%
内贸矿石	68	70	-3.48%	61	10.81%
内贸其他	107	102	4.75%	80	33.05%
内贸运输	1,123	1,215	-7.56%	1,119	0.32%
外贸煤运	175	187	-6.73%	125	39.56%
外贸油运	796	960	-17.13%	837	-4.97%
外贸矿石	474	484	-1.98%	466	1.79%
外贸其他	60	93	-35.55%	60	0.36%
外贸运输	1,505	1,725	-12.75%	1,488	1.11%
煤运	640	753	-15.00%	576	11.09%
油运	1,279	1,437	-11.03%	1,364	-6.27%
矿石	542	554	-2.17%	527	2.84%
其他	167	196	-14.51%	140	19.08%
合计	2,628	2,939	-10.60%	2,608	0.77%

资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

图 1：中海发展 2013 年上半年收入贡献


资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

图 2：中海发展 2013 年上半年毛利贡献


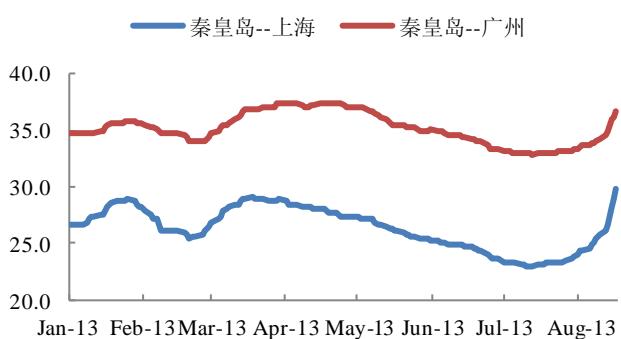
资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

沿海煤炭运价上涨，预计三季度减亏

因用电量增加，电厂存煤下降拉动需求，同时部分运力因亏损严重退出市场，沿海煤炭运价8月出现快速上涨。秦皇岛-上海/广州运价本月涨幅分别达到25.1%/11.3%，至30.4/37.3元/吨。目前，从耗煤和电厂煤炭库存天数来看，我们认为沿海煤运价格短期将维持上涨，宏观经济的持续复苏将是沿海煤运价格持续上涨的必要条件。

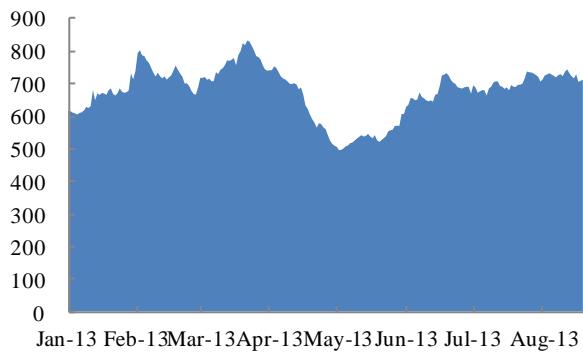
从公司的经营数据来看，2013年上半年沿海煤炭单吨运价仅30元左右，我们预计此轮沿海煤运价格的上涨将帮助公司沿海煤业务三季度实现减亏。中海发展上半年沿海煤业务毛利率-10.3%，这意味着如果公司的单吨运价提升到33-35元则有望实现板块盈利。

图 3：沿海煤炭运价（元/吨）



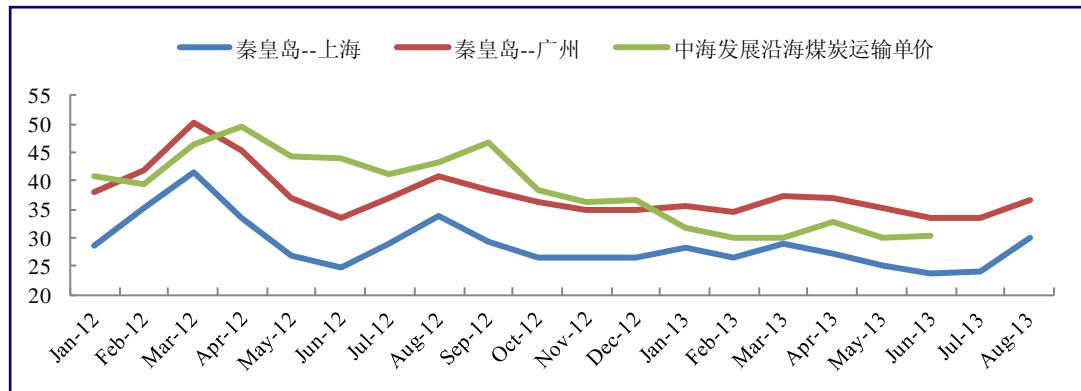
资料来源：上海航运交易所，中国银河证券研究部

图 4：秦皇岛港煤炭库存（万吨）



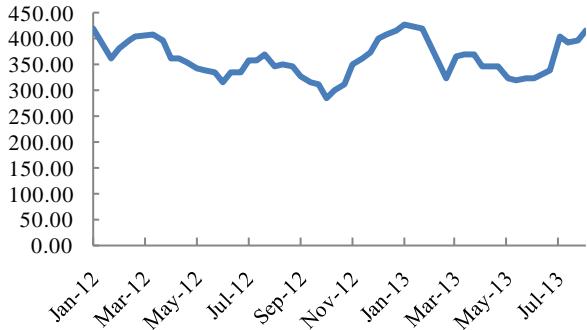
资料来源：WIND，中国银河证券研究部

图 5：中海发展煤炭运输单价与市场运价



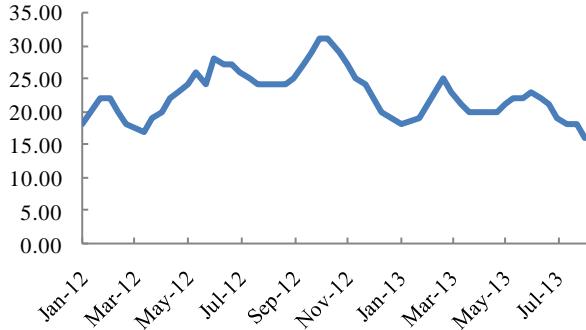
资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

图 6：重点电厂煤耗总量:直供总计:本日当月日均 (万吨)



资料来源：WIND，中国银河证券研究部

图 7：重点电厂煤炭库存可用天数:直供总计 (天)



资料来源：WIND，中国银河证券研究部

现金流压力仍存

公司 2013 年上半年净现金流 -10.04 亿，其中投资活动产生的现金净额 -14.5 亿。目前公司手持现金 22.8 亿，而 2013 年全年的资本开支计划超过 60 亿。我们认为公司下半年经营现金流大幅好转的概率不大，公司的负债水平将进一步提高。

维持“中性”评级，提示短期交易性机会

我们下调中海发展 2013-15 年的盈利预测至 -0.42/0.03/0.20 元。我们维持公司“中性”的投资评级，因我们认为公司 2013 年的业绩风险仍存。我们认为短期公司股价或受到沿海煤炭运价上涨的催化，但 2013 年公司的经营亏损不可避免。我们测算沿海煤运价每高于我们的预测 10%，将提升公司 2013 年 EPS0.04 元（假设 25% 有效税率）。

风险提示

公司的投资风险在于内外贸油运、散货运输价格的低迷及燃油及员工等成本的上升。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

范倩蕾，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：中国远洋（01919.HK）、中海集运（02866.HK）、中海发展（01138.SH）

A股：中国远洋（601919.SH）、中海集运（601866.SZ）、中海发展（600026.SH）、招商轮船（601872.SH）、中远航运（600428.SH）、上港集团（600018.SH）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址： www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn