

国际原油运输市场景气有望推升公司 2015 年业绩

核心观点:

1. 事件

中海发展 2014 年收入升 8.3% 至 123.3 亿元, 归属母公司所有者净利润 3.11 亿元, 折合 EPS0.09 元。扣除非经常损益后归属母公司所有者净利润 5513.8 万元, 同比减亏 19.3 亿元。

2. 我们的分析与判断

毛利率提升, 成本端优化贡献显著

公司水上运输业 2014 年总体毛利率 10.8%, 同比提升 9.8 个百分点。成本端的优化为公司毛利水平的提升作出了贡献。公司 2014 年燃油单耗下降 10.8%, 燃油单价降 4.4%, 致燃油成本同比降 5.5%。单位燃油成本降幅差于我们的预期。

内贸原油及外贸矿石贡献主要盈利

公司 2014 年毛利主要由内贸原油及外贸矿石业务贡献。内贸原油业务毛利率提升 15.5 个百分点, 毛利 6.6 亿元; 外贸矿石依托与大货主的 COA 合同, 毛利率提升 8.1 个百分点, 毛利 7.1 亿元。

公司的外贸原油业务在 2015 年表现略低于我们的预期, 或因公司市场把握不尽精准及船队成本较高。我们预计公司 2015 年业绩将受益于国际原油运输市场景气提升带来公司 VLCC 船队盈利的进一步改善。

油品业务盈利较干散业务更多受益成本优化

油品业务盈利较干散业务更显著受益于成本优化。公司的油品运输业务毛利率水平同比总体提升了 15.1 个百分点, 干散货业务毛利率同比总体提升 5.3 个百分点, 剔除外贸矿石业务后毛利率同比提升仅 2.4 个百分点。在整体需求增长偏弱, 供需矛盾仍未缓解, 同时燃油价格同比大幅下滑的背景下, 我们预计公司 2015 年的业绩弹性更多的来自于油品业务。

3. 投资建议

我们调整公司 2015-16 年的 EPS 预测至 0.12/0.15 元, 我们预计公司 2015 年毛利率将继续上升。外贸原油业务贡献利润将有所回升, 但内贸及外贸干散货业务将承压。我们维持公司“谨慎推荐”的投资评级。

4. 风险提示

运价低于预期, 燃油、员工等成本上升。

中海发展 (600026.SH)

谨慎推荐 维持评级

分析师

范倩蕾, CFA

☎: 0755-83471963

✉: fanqianlei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090005

李军

☎: 021-20252645

✉: lijun_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090004

周晔

☎: 021-20252616

✉: zhouye_yj@chinastock.com.cn

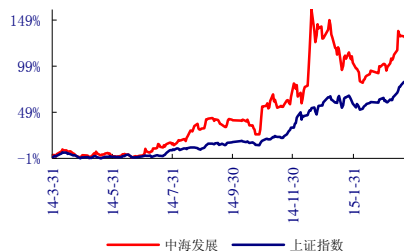
执业证书编号: S0130512090006

市场数据

2015-03-27

A 股收盘价(元)	9.06
A 股一年内最高价(元)	11.19
A 股一年内最低价(元)	3.93
上证指数	3691.10
市盈率	-15.89
总股本(万股)	403203.29
实际流通 A 股(万股)	403203.29
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	365.30

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

毛利率提升，业绩实现扭亏

表1. 中海发展 2014 年年报利润表（百万元）

	2014	2013	YoY
营业收入	12,333.8	11,392.0	8.3%
营业成本	(10,967.3)	(11,254.5)	-2.6%
营业税金及附加	(8.6)	(7.9)	9.4%
营业费用	(57.5)	(49.3)	16.6%
管理费用	(427.8)	(464.7)	-8.0%
财务费用	(1,185.0)	(1,050.9)	12.8%
资产减值损失	(4.5)	(421.9)	-98.9%
公允价值变动净收益	(44.0)	11.6	
资产净收益	297.5	117.1	154.2%
营业利润	(63.4)	(1,728.5)	-96.3%
营业外收入	575.4	45.5	1164.4%
营业外支出	(188.4)	(610.7)	-69.1%
利润总额	323.5	(2,293.6)	
所得税	79.8	11.9	
净利润	403.4	(2,281.7)	
少数股东损益	(92.4)	(16.7)	454.7%
归属于母公司所有者净利润	311.0	(2,298.4)	
EPS	0.09	(0.68)	

资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

公司 2014 年收入升 8.3% 至 123.3 亿元，归属母公司所有者净利润 3.11 亿元，折合 EPS0.09 元。扣除非经常损益后归属母公司所有者净利润 5513.8 万元，同比减亏 19.3 亿元。公司 2014 年记政府补助 5.2 亿元，计入当期非经常损益 4.9 亿元。

水上运输业 2014 年总体毛利率 10.8%，同比提升 9.8 个百分点。成本端的优化为公司毛利水平的提升作出了贡献。

燃油单价下降未显著体现

公司收入增长主要由运量增加拉动，2014 年，公司运输周转量升 9.6% 至 4333.8 亿吨海里。经营成本降 2.6% 至 109.5 亿元，其中燃料费、港口费及船员费用下降贡献显著。公司 2014 年燃油单耗下降 10.8%，燃油单价降 4.4%，致燃油成本同比降 5.5%。单位燃油成本降幅差于我们的预期。

公司折旧因新增船舶投产及折旧政策调整，增加 12.2% 至 18.4 亿元。船舶租赁费用上升 13.1% 至 6.9 亿元。

内贸原油及外贸矿石贡献主要盈利

表2. 中海发展 2014 年分业务收入与成本拆分 (百万元)

	营业收入	营业成本	毛利	毛利率
内贸原油	1,723	1,063	660	38.3%
内贸成品油	212	196	16	7.6%
内贸油品船舶租赁	57	52	5	8.7%
外贸原油	2,020	2,004	16	0.8%
外贸成品油	1,213	1,199	15	1.2%
外贸油品船舶租赁	278	264	14	5.2%
油品运输	5,503	4,777	726	13.2%
内贸煤炭	1,934	1,896	38	1.9%
内贸铁矿石运输	277	306	(28)	-10.2%
内贸其他干散货运输	258	285	(27)	-10.4%
内贸散货船舶租赁	151	151	(0)	-0.1%
外贸煤炭	441	490	(49)	-11.1%
外贸铁矿石运输	2,606	1,900	706	27.1%
外贸其它干散货运输	207	222	(15)	-7.1%
外贸散货船舶租赁	901	925	(24)	-2.7%
干散货运输	6,776	6,175	601	8.9%

资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

中海发展 2014 年毛利主要由内贸原油及外贸矿石业务贡献。内贸原油业务收入微降 2.1% 至 17.2 亿元，毛利率提升 15.5 个百分点，业务实现毛利 6.6 亿元；外贸矿石依托与大货主的 COA 合同，运输收入同比增 22.9% 至 26.1 亿元，毛利率提升 8.1 个百分点，业务毛利 7.1 亿元。

公司的外贸原油业务在 2015 年有所好转。同比去年，业务毛利提升 3.3 亿元，2015 年整体外贸油运业务毛利 0.16 亿元，略差于国内同行，或因 1) 公司在外贸油运领域仍相对缺乏经营经验，波动市场中的时点把握不尽精准；2) 公司外贸油运船队的盈亏平衡水平较高；3) 2014 年外贸原油业务盈利未能充分受益油价下跌。

油品业务盈利较干散业务更多受益成本优化

总体而言，公司的油品业务更多的受益了来自成本端的优化。我们曾在早期的报告中提及，航运的不同子行业因其集中度、产能利用率、下游结构不同，对成本端优化的盈利弹性亦不尽相同。干散货子行业因产能利用率较低，供给集中度不高，导致下游的议价能力较强，成本端优化带来的盈利更多的被运价下滑吞噬。

对公司的油品运输业务毛利率水平同比总体提升了 15.1 个百分点，干散货业务毛利率同比总体提升 5.3 个百分点，剔除外贸矿石业务后毛利率同比提升仅 2.4 个百分点，印证了我们的这一判断。

在整体需求增长偏弱，供需矛盾仍未缓解，同时燃油价格同比大幅下滑的背景下，我们预计公司 2015 年的业绩弹性更多的来自于油品业务。

盈利预测与投资评级

我们调整公司 2015-16 年的 EPS 预测至 0.12/0.15 元, 我们预计公司 2015 年毛利率将继续上升, 外贸原油业务贡献利润将有所回升, 但内贸及外贸干散货业务将承压。我们维持公司“谨慎推荐”的投资评级。

风险提示

运价低于预期, 燃油、员工等成本上升。

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；李军，行业证券分析师；周晔，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。

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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

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
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn