

华泰联合证券
2010-03-28华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

交通运输、仓储业/沿海运输业

公司研究 / 更新报告

中海发展 (600026)

十字路口

—中海发展年报点评

增持/ 维持评级

股价: RMB12.84

分析师

李军

SAC 执业证书编号: S1000209090214
021-50106015 lijunyjs@lhzq.com

联系人

范倩蕾

0755-82364417 fanql@lhzq.com

相关研究

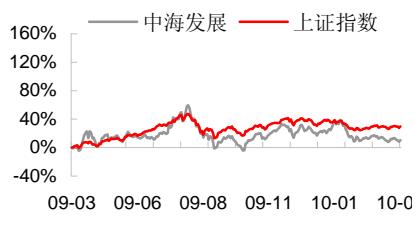
《中国沿海煤炭运输市场变局》(2009/12/30)
 《“中国需求”的物流环节——中海发展首次评级》
 (2009/10/20)

基础数据

总股本 (百万股)	3405
流通 A 股 (百万股)	2109
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	27074

- 中海发展公布 2009 年年报，经营业绩大致符合我们的预期。09 年共实现营业收入 89.2 亿，同比减 49%，略低于我们的预测值 2%；实现净利润 10.6 亿，EPS0.31 元，同比减 80%，略低于我们的预期 0.33 元。
- 公司营业收入的减少主要来自 2009 年国内外海运市场的低迷。公司 09 年干散货运量下降 24%，跌幅超过市场需求下降幅度；运价下跌约 50%，略好于全年 BDI 跌幅 (-60%)。公司在沿海散货市场的经营帮助公司避免了一小部分运价深幅下跌的冲击，但亦导致了运量的损失。
- 由于对国际竞争者的限制及市场准入门槛的存在，需求增长推动了中海发展的内贸油品运输在 09 年实现了量价齐升。公司 09 年营业利润的 64% 来自油品运输，我们相信其中内贸油运输贡献了绝大部分利润。
- 公司同时发布公告，公布 2010 年沿海散货 COA 合同签订结果。合同共约定运量 6410 万吨，约占 2009 年沿海散货运量的 95.2%；运价上涨约 10.5%，与我们之前的预期相一致，略高于市场的一致预期。但由于市场目前对 2010 年 BDI 的上涨预期普遍高于 10%，因此结果未必显得乐观。
- 我们认为公司目前处在战略选择的十字路口。沿海干散货运输市场的辉煌可能一去不复返，需求增长乏力，供给过剩和过度竞争将进一步挤压沿海散货运输的利润空间。公司在沿海散货运输市场的统治力和影响力可能将面临挑战。如果不能在散货运输走出对沿海市场的依赖，增强公司的国际竞争力，公司在沿海市场的盈利可能遭受进一步的挤压；而如果公司能够逐渐扩大在国际干散货运输市场的经营，则可获得更好的运价，同时亦可打开估值上升的空间。公司在 09 年新建 7.6 万吨散货船舶体现了公司对自身干散货业务战略性的思考。
- 我们认为鉴于公司和国内货主长期良好的合作关系，公司提升国际干散货市场竞争实力的努力将更顺利的得以推进。我们维持公司的增持评级，和 2010 年 EPS 0.76 元的预测。我们正在调整我们的盈利预测。

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

	经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)		17562.0	6572.3	9139.6	12911.9	13581.0
(+/-%)		38.4	-54.1	-48.0	41.3	5.2
归属母公司净利润(百万元)		5373.0	905.7	1133.5	2578.6	2500.0
(+/-%)		16.9	-80.8	-78.9	127.5	-3.0
EPS(元)		1.58	0.27	0.33	0.76	0.73
P/E(倍)		8.1	48.3	42.8	18.8	19.4

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

表1、 中海发展经营数据

	2006	2007	2008	2009
国内煤炭				
运量 (百万吨海里)	44,120	73,570	71,270	48,820
同比变化		66.7%	-3.1%	-31.5%
运价 (元/千吨海里)	60.2	67.3	96.8	53.3
同比变化		11.8%	43.8%	-45.0%
收入 (百万元)	2,656	4,953	6,900	2,601
国际煤炭				
运量 (百万吨海里)	8,480	7,700	3,720	7,300
同比变化		-9.2%	-51.7%	96.2%
运价 (元/千吨海里)	27.8	67.5	49.2	34.4
同比变化		143.1%	-27.2%	-30.1%
收入 (百万元)	236	520	183	251
国内散货				
运量 (百万吨海里)	3,990	7,990	7,670	6,860
同比变化		100.3%	-4.0%	-10.6%
运价 (元/千吨海里)	65.0	64.6	77.1	43.1
同比变化		-0.7%	19.3%	-44.0%
收入 (百万元)	259	516	591	296
国际散货				
运量 (百万吨海里)	22,990	29,910	42,670	32,460
同比变化		30.1%	42.7%	-23.9%
运价 (元/千吨海里)	34.5	55.2	44.9	17.9
同比变化		59.8%	-18.6%	-60.2%
收入 (百万元)	794	1,650	1,916	580
国内油品				
运量 (百万吨海里)	19,520	16,480	18,090	19,500
同比变化		-15.6%	9.8%	7.8%
运价 (元/千吨海里)	114.5	125.8	123.3	130.5
同比变化		9.9%	-2.0%	5.9%
收入 (百万元)	2,235	2,074	2,230	2,545
国际油品				
运量 (百万吨海里)	71,990	80,730	85,920	106,760
同比变化		12.1%	6.4%	24.3%
运价 (元/千吨海里)	44.5	36.3	44.8	22.9
同比变化		-18.5%	23.4%	-48.9%
收入 (百万元)	3,207	2,930	3,848	2,445

数据来源：公司信息，华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3141	1227	1777	1838	营业收入	17562	9140	12912	13581
现金	1858	650	750	750	营业成本	11115	7349	9048	9651
应收账款	697	183	387	407	营业税金及附加	332	201	245	258
其他应收款	137	73	103	109	营业费用	38	29	39	30
预付账款	89	73	181	193	管理费用	257	200	230	245
存货	272	220	317	338	财务费用	62	51	236	310
其他流动资产	88	27	39	41	资产减值损失	100	50	50	10
非流动资产	26787	32441	38327	41881	公允价值变动收益	-183	0	0	0
长期投资	1633	1500	2000	2500	投资净收益	548	65	135	150
固定资产	13622	19239	24275	32410	营业利润	6023	1323	3199	3227
无形资产	14	14	14	14	营业外收入	422	120	120	120
其他非流动资产	11518	11688	12037	6957	营业外支出	12	5	5	5
资产总计	29928	33668	40104	43719	利润总额	6433	1438	3314	3342
流动负债	1834	3099	5062	5428	所得税	1057	302	729	836
短期借款	778	2022	3854	4188	净利润	5376	1136	2585	2507
应付账款	529	367	452	483	少数股东损益	3	3	7	7
其他流动负债	527	709	756	758	归属母公司净利润	5373	1134	2579	2500
非流动负债	6546	8451	10451	11451	EBITDA	7124	2415	4669	5009
长期借款	5529	7529	9529	10529	EPS (元)	1.58	0.33	0.76	0.73
其他非流动负债	1017	922	922	922					
负债合计	8380	11550	15513	16879					
少数股东权益	194	197	204	211					
股本	3405	3405	3405	3405					
资本公积	4121	4121	4121	4121					
留存收益	14284	14396	16861	19104					
归属母公司股东权益	21354	21922	24387	26629					
负债和股东权益	29928	33668	40104	43719					
主要财务比率									
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E					
成长能力									
营业收入					38.4%	-48.0%	41.3%	5.2%	
营业利润					21.6%	-78.0%	141.7%	0.9%	
归属母公司净利润					16.9%	-78.9%	127.5%	-3.0%	
获利能力									
毛利率 (%)					36.7%	19.6%	29.9%	28.9%	
净利率 (%)					30.6%	12.4%	20.0%	18.4%	
ROE (%)					25.2%	5.2%	10.6%	9.4%	
ROIC (%)					20.4%	3.6%	7.5%	6.8%	
偿债能力									
资产负债率 (%)					28.0%	34.3%	38.7%	38.6%	
净负债比率 (%)					76.97%	84.86%	88.20%	88.96%	
流动比率					1.71	0.40	0.35	0.34	
速动比率					1.56	0.32	0.29	0.28	
营运能力									
总资产周转率					0.66	0.29	0.35	0.32	
应收账款周转率					28	21	45	34	
应付账款周转率					22.43	16.40	22.07	20.64	
每股指标(元)									
每股收益(最新摊薄)					1.58	0.33	0.76	0.73	
每股经营现金流(最新摊薄)					1.78	0.92	1.04	1.21	
每股净资产(最新摊薄)					6.27	6.44	7.16	7.82	
估值比率									
P/E					9.02	42.77	18.80	19.39	
P/B					2.27	2.21	1.99	1.82	
EV/EBITDA					7	21	11	10	

数据来源：华泰联合证券研究所。



华泰联合证券股票评级标准

- | | |
|-----|------------------------------|
| 增 持 | 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上 |
| 中 性 | 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间 |
| 减 持 | 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上 |

华泰联合证券行业评级标准

- | | |
|-----|---------------|
| 增 持 | 行业股票指数超越大盘 |
| 中 性 | 行业股票指数基本与大盘持平 |
| 减 持 | 行业股票指数明显弱于大盘 |

免责申明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券投资等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码：518001
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhzq.com