

华泰联合证券
2010-08-18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)

行业复苏前景疑虑仍存

—中海发展半年报点评

增持/维持评级

股价: RMB10.12

分析师

范倩蕾

SAC 执业证书编号:S1000210070003

fanql@lhzq.com
0755-82364417

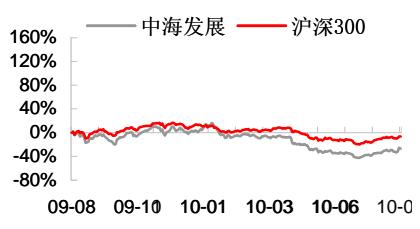
- 中海发展 2010 年上半年实现主营业务收入 56 亿，同比增长 33%。其中干散货收入 25.3 亿，同比增长 39%，主要由 7.2% 运量增长和 30% 左右的运价增长贡献；油运收入 30.6 亿，同比增长 28%，由 40% 的运量增长和 -9% 的运价增长贡献。净利润 9.8 亿，同比增长 59.5%，EPS 0.29 元。
- 公司业绩表现低于我们和市场的预期，主要原因在于油运业务低于预期的运价表现。2010 年上半年，公司油品运输外贸吨公里均价下跌 13%，源于外贸成品油运输市场的低迷。同时，内贸运输吨公里均价亦下跌 4%。
- 我们对 2010 年下半年的沿海干散货运输、国际干散货运输及油运运输景气程度并不充分乐观。我们初步下调了中海发展的盈利预测。由于全球经济复苏的进程存在反覆，需求的增长未能支撑持续扩张的供给增速，行业景气程度面临着来自船舶运力和订单库存的压力。我们认为目前并非投资上述子行业的最佳时机。
- 中海发展前日公布了对广州发展航运 50% 股权的收购。广州发展航运是广州发展煤炭投资有限公司旗下的航运公司，目前有三条 5.7 万吨散货船和两条 5.7 万吨散货船订单，建成后形成 600 万吨/年的运输能力，约相当于中海发展煤炭运能的 10%。我们认为此项收购的主要意图仍在于锁定煤炭运输的货源，但因运价提前设定，可能并无益于中海发展参与国际煤炭运输市场的竞争。
- 我们将公司 2010 年的 EPS 下调为 0.54 元，反映了我们对下半年各子行业的盈利担忧。目前的公司股价约相当于 18.7 倍的 2010 年 PE。我们在与公司进行进一步沟通后可能对盈利预测和投资评级作出微调。

相关研究

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)	21339

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	2009A	20101Q	2010E	2011E
营业收入(百万元)	8919.2	2718.8	11725.2	13403.0
(+/-%)	-49.2	27.9	31.5	14.3
归属母公司净利润(百万元)	1064.8	458.4	1832.3	2176.5
(+/-%)	-80.2	44.2	72.1	18.8
EPS(元)	0.31	0.13	0.54	0.64
P/E(倍)	32.4	75.2	18.6	15.6

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

盈利预测
资产负债表

	单位: 百万元			利润表			单位: 百万元		
	2009	2010E	2011E		2009	2010E	2011E		
流动资产	3,605	1,372	1,844	营业收入	8,919	11,725	13,403		
现金	2,222	650	750	营业成本	7,262	8,969	9,903		
应收账款	618	235	402	营业税金及附加	185	141	161		
其他应收款	222	94	107	营业费用	39	42	50		
预付账款	141	90	198	管理费用	287	300	320		
存货	350	269	347	财务费用	49	212	421		
其他流动资产	52	35	40	资产减值损失	0	1	1		
非流动资产	30,324	35,640	41,193	公允价值变动收益	-	-	-		
长期投资	1,619	1,500	2,000	投资净收益	89	150	135		
固定资产	18,496	23,777	28,477	营业利润	1,187	2,210	2,683		
无形资产	20	20	20	营业外收入	161	120	120		
其他非流动资产	10,189	10,344	10,696	营业外支出	6	5	5		
资产总计	33,930	37,012	43,037	利润总额	1,342	2,325	2,798		
流动负债	3,230	7,261	9,287	所得税	278	488	615		
短期借款	541	6,058	8,001	净利润	1,065	1,837	2,182		
应付账款	556	448	495	少数股东损益	(0)	5	6		
其他流动负债	2,133	755	791	归属母公司净利润	1,065	1,832	2,177		
非流动负债	9,062	6,151	8,151	EBITDA	2,308	3,799	4,674		
长期借款	3,229	5,229	7,229	EPS (元)	0.31	0.54	0.64		
其他非流动负债	5,833	922	922						
负债合计	12,292	13,412	17,438						
少数股东权益	243	248	254						
股本	3,405	3,405	3,405						
资本公积	4,128	4,128	4,128						
留存收益	14,327	15,819	17,813						
归属母公司股东权益	21,395	23,352	25,346						
负债和股东权益	33,930	37,012	43,037						

数据来源: 公司数据, 联合证券研究所

现金流量表

	单位: 百万元			主要财务比率					
	2009	2010E	2011E		2009	2010E	2011E		
经营活动现金流	1902	3581	3699	成长能力					
净利润	1065	1837	2182	营业收入	-49.2%	31.5%	14.3%		
折旧摊销	1072	1376	1570	营业利润	-80.3%	86.3%	21.4%		
财务费用	49	212	421	归属于母公司净利润	-80.2%	72.1%	18.8%		
投资损失	-89	-150	-135	获利能力					
营运资金变动	-79	-216	-339	毛利率(%)	18.6%	23.5%	26.1%		
其他经营现金流	-116	522	0	净利率(%)	11.9%	15.6%	16.2%		
投资活动现金流	-3563	-6542	-6988	ROE(%)	5.0%	7.8%	8.6%		
资本支出	3744	6811	6623	ROIC(%)	3.5%	5.7%	6.2%		
长期投资	-75	-119	500	偿债能力					
其他投资现金流	106	150	135	资产负债率(%)	36.2%	36.2%	40.5%		
筹资活动现金流	1950	1388	3389	净负债比率(%)	37.19%	86.02%	89.06%		
短期借款	-237	5516	1943	流动比率	1.12	0.19	0.20		
长期借款	-2300	2000	2000	速动比率	1.01	0.15	0.16		
普通股增加	0	0	0	营运能力					
资本公积增加	7	0	0	总资产周转率	0.28	0.33	0.33		
其他筹资现金流	4479	-6128	-554	应收账款周转率	14	28	42		
现金净增加额	279	-1572	100	应付账款周转率	13.39	17.86	20.99		
				每股指标(元)					
				每股收益(最新摊薄)	0.31	0.54	0.64		
				每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	1.05	1.09		
				每股净资产(最新摊薄)	6.28	6.86	7.44		
				估值比率					
				P/E	31.97	18.58	15.64		
				P/B	1.59	1.46	1.34		
				EV/EBITDA	17	11	9		

数据来源: 华泰联合证券研究所.



华泰联合证券评级标准：

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入	股价超越基准 20%以上
增持	股价超越基准 10%-20%
中性	股价相对基准波动在±10% 之间
减持	股价弱于基准 10%-20%
卖出	股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持	行业股票指数超越基准
中性	行业股票指数基本与基准持平
减持	行业股票指数明显弱于基准

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、投资管理和证券咨询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 2010 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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码：518048
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 45 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