

## 中海发展 (600026)

### 增持/ 维持评级

股价: RMB11.08

#### 分析师

范倩蕾, CFA

SAC 执业证书编号:S1000210070003

fanql@lhqz.com

0755-82364417

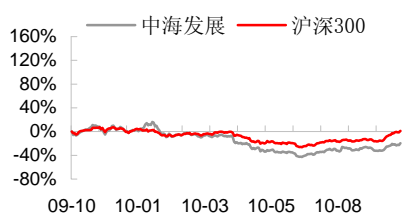
#### 相关研究

《分化初现, 道阻且长——航运业 2010 年中期策略》(2010/06/09)

#### 基础数据

总股本(百万股)	3404.55
流通 A 股(百万股)	2108.55
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)	23362.76

#### 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

## 业绩符合预期, 关注交易性机会

### —中海发展三季度报点评

- 中海发展公布 2010 年前三季度业绩, 基本符合市场预期。收入单季 28.9 亿, 同比增 22.5%, 环比微增 0.4%。归属母公司所有者净利润 4.8 亿, EPS0.14 元, 同比增 63.8%, 环比降 8%。我们判断中海发展业绩的同比增长主要由运力增长带来的运量增长所贡献, 而环比业绩的下降则主要归咎于三季度干散货和油运运价的低迷。
- 近日沿海干散货运价快速上涨, 我们判断其是电厂提前储煤情绪高涨, 以及天气因素引起的压港所致。我们认为沿海煤炭运价上涨可能具有一定的可持续性, 因电厂因储煤而增加运输的行为可能延续至 11 月上旬。冬季天气因素造成的运输条件恶化亦将降低市场的有效供给。
- 目前沿海市场煤炭运价已涨至中海发展 COA 合同价上方。如果沿海煤炭运价持续上涨, 市场可能提升对 2011 年 COA 合同运价的预期, 这可能带来公司股价的交易性机会。但我们同时提示年末 COA 谈判结果可能低于市场预期的可能性, 因 COA 合同价格的确定往往参考对 BDI 的预期, 而我们对 BDI 在未来一年的表现并不乐观。
- 我们同时提示市场中海发展的业绩在 2011 年存在一定的不确定性。我们在中期策略中曾提及我们对子行业库存周期位置的判断: 干散货行业可能仍处于“过度补库存”阶段, 而油运行业则将告别“制度性因素下的去库存”阶段, 出现供过于求的局面。
- 我们调整 2010 年公司的盈利预测至 0.58 元, 以反映我们对四季度市场运价相对乐观的预期。我们暂时维持行业的“增持”评级, 提示关注四季度公司潜在的交易性机会。
- 投资风险: 四季度运价表现低于市场预期, 2011 年干散货以及油运市场运价可能低迷, 导致公司业绩可能存在不确定性。

经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E
营业收入(百万元)	8919.2	5593.6	11,692	12,829
(+/-%)	-49.2	32.7	31.1	9.7
归属母公司净利润(百万元)	1064.8	978.8	1,966	1,963
(+/-%)	-80.2	59.5	81.4	-0.4
EPS(元)	0.31	0.29	0.58	0.58
P/E(倍)	35.6	38.5	19.3	19.3

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

### 三季报符合预期

中海发展公布三季报，收入单季 28.9 亿，同比增 22.5%，环比微增 0.4%。归属母公司所有者净利润 4.8 亿，同比增 63.8%，环比降 8%。EPS 为 0.14 元，前三季 EPS 实现 0.43 元。

中海发展 1-3 季度收入 84.8 亿，累计同比增长 29.03%。其增长主要由运量增长贡献：1-3 季度公司运输周转量达 1987.8 亿吨海里，同比增 23.85%，我们认为其主要来自于公司油运运力的增加。1-3 季吨海里运输均价的增长约 4%，主要由煤炭及其他干散货运价提升贡献。

我们判断中海发展单季度业绩的环比下降主要来自于三季度市场运价的低迷。三季度公司的运输量环比增 9.6%，但运价环比降 8%，毛利率由二季度的 26.3%降为 21.9%。

公司三季度实现投资收益 6306 万，主要来自于与神华能源的合资公司业务扩展。营业外收支 3122 万，主要来自于老旧船舶拆解实现的净收益。

**表1、 中海发展季度利润表**

	Q310	Q309	YoY	Q1-3 10	Q1-3 09	YoY
营业收入	2,886.8	2,356.7	22.5%	8,480.3	6,572.3	29.0%
营业成本	(2,253.6)	(1,930.4)	16.7%	(6,505.9)	(5,204.6)	25.0%
营业税金及附加	(29.1)	(49.6)	-41.3%	(93.4)	(144.2)	-35.2%
营业费用	(12.6)	(9.7)	29.3%	(32.8)	(26.6)	23.6%
管理费用	(79.6)	(52.2)	52.5%	(205.0)	(145.6)	40.8%
财务费用	(40.1)	(18.8)	112.9%	(139.3)	(24.9)	459.0%
投资净收益	63.1	27.8	127.1%	172.7	28.7	502.7%
<b>营业利润</b>	<b>534.9</b>	<b>323.8</b>	<b>65.2%</b>	<b>1,676.8</b>	<b>1,055.1</b>	<b>58.9%</b>
营业外收入	35.5	36.4	-2.5%	200.2	97.7	104.9%
营业外支出	(4.3)	(0.3)		(7.9)	(2.3)	245.2%
<b>利润总额</b>	<b>566.1</b>	<b>359.8</b>	<b>57.3%</b>	<b>1,869.1</b>	<b>1,150.6</b>	<b>62.5%</b>
所得税	(74.8)	(68.5)	9.1%	(405.7)	(244.1)	66.2%
<b>净利润</b>	<b>491.4</b>	<b>291.3</b>	<b>68.7%</b>	<b>1,463.4</b>	<b>906.4</b>	<b>61.4%</b>
少数股东损益	(13.1)	0.7		(6.4)	(0.8)	
<b>归属于母公司所有者净利润</b>	<b>478.3</b>	<b>292.0</b>	<b>63.8%</b>	<b>1,457.1</b>	<b>905.7</b>	<b>60.9%</b>

数据来源：公司信息，华泰联合证券研究

### 航运价格三季度表现低迷

航运价格三季度表现低迷。沿海市场煤炭运价尽管同比实现增长，但环比则表现为大幅下降。三季度秦皇岛至广州/上海煤炭运价均值约 54/35 元每吨，环比下滑 28%和 38%。尽管中海发展的沿海煤运受 COA 运价保护，但我们相信其经营依然受到了运价下滑的负面影响。

**表2、 三季度子市场运价表现**

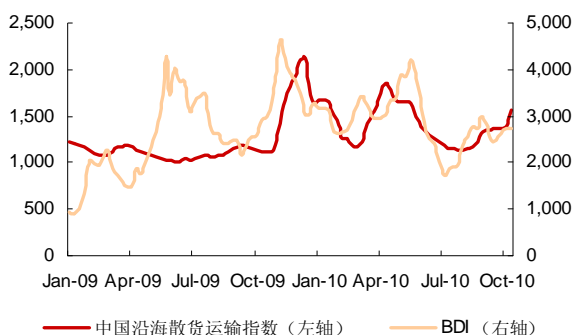
	Q310	Q210	Q309	QoQ	YoY
秦皇岛 - 广州煤炭运价(元/吨)	54	75	45	-28%	20%
秦皇岛 - 上海煤炭运价(元/吨)	35	56	34	-38%	3%
BDI	2,353	3,307	2,812	-29%	-16%
TD3 线 VLCC TCE(美元/天)	13,526	49,113	10,267	-72%	32%

数据来源：上海航运交易所，Clarkson，华泰联合证券研究

### 近期沿海煤炭运价大涨

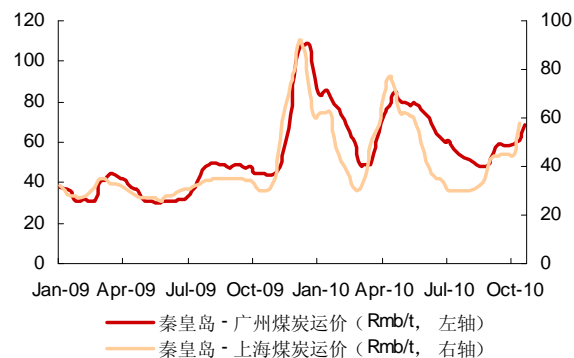
沿海煤炭运价本周大涨。据上海航运交易所，秦皇岛港至广州和上海的煤炭运价周涨幅分别达 8.6%，21.8%，达 69/58 元每吨。观察秦皇岛港煤炭调度和库存数据，我们认为电厂提前储煤的行为，及天气因素引起的压港可能是导致近期沿海运价上涨的主要原因。

**图1、CCBFI 与 BDI**



资料来源：上海航运交易所，华泰联合证券研究

**图2、沿海煤炭运价：秦皇岛 - 广州/上海**

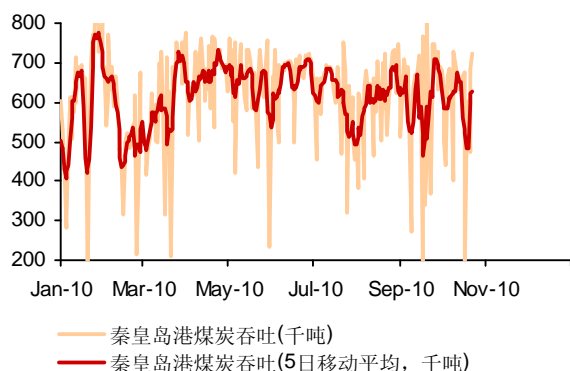


资料来源：上海航运交易所，华泰联合证券研究

根据我们的电力研究员的分析，四季度是传统的用电旺季，电厂出于维持库存天数的考虑往往会提前储煤，而关于今年冬天酷寒的预期可能加剧了电厂提前储煤的积极性。事实上，如果恶劣的天气在四季度出现，一方面用电需求可能受到相应刺激，另一方面港口的运输效率也将受到极大的影响。

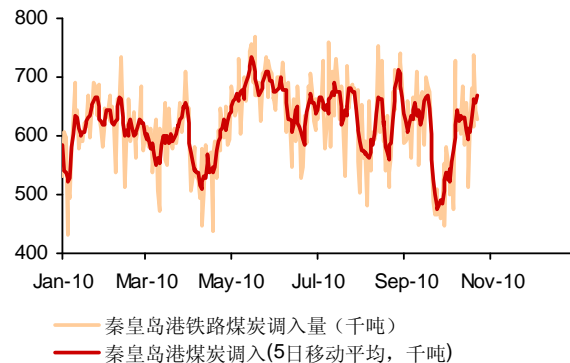
我们的电力研究员判断，电厂集中储煤的行为可能将延续至 11 月上旬。基于此，我们认为沿海运价的上涨可能依然存在一定的可持续性。

图3、秦皇岛港煤炭吞吐量(千吨/天)



资料来源：煤炭资源网，华泰联合证券研究

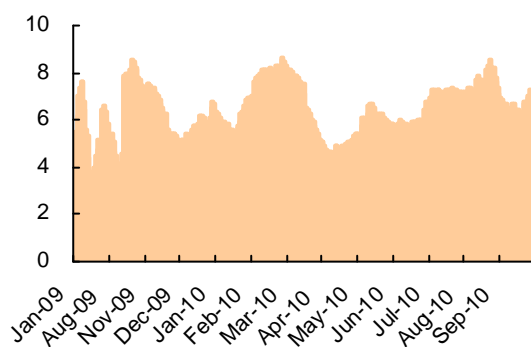
图4、秦皇岛港铁路煤炭调入量(千吨/天)



资料来源：煤炭资源网，华泰联合证券研究

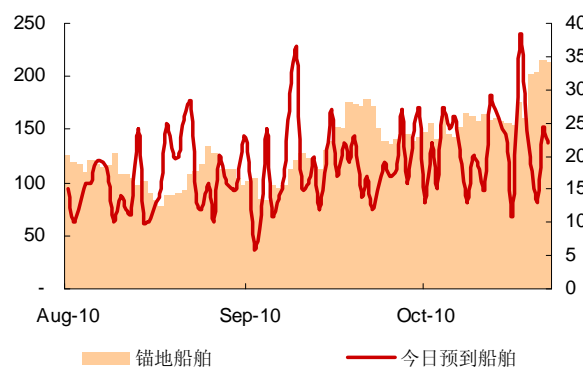
近日沿海港口受天气影响,尽管船舶到港数量如常,但锚地船舶数量则出现急剧上升。这意味着船舶压港现象开始出现。我们要强调的是,因船舶压港而导致的运价上升可能不能完全反应在航运公司的经营业绩,原因在于1)船舶压港将导致船舶周转率的下降;2)中海发展沿海煤运大部分使用的是COA合同运价,这意味着其收入弹性低于即期市场竞争者。

图5、秦皇岛港煤炭库存(百万吨)



资料来源：煤炭资源网，华泰联合证券研究

图6、秦皇岛港船舶到港情况

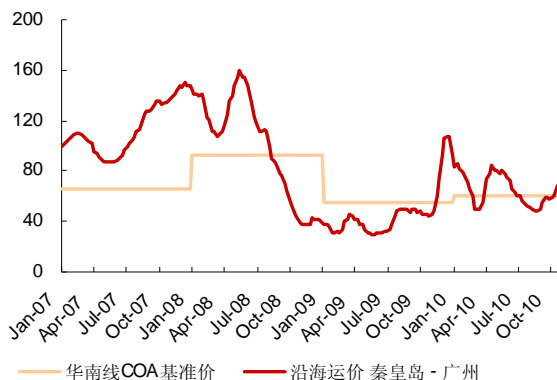


资料来源：煤炭资源网，华泰联合证券研究

### 对2011年COA合同运价的预期可能推动股价上涨

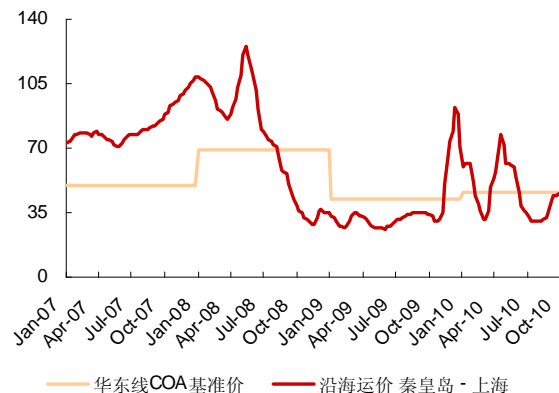
尽管中海发展的业绩可能未必大幅受益于沿海煤炭运价在四季度的上涨,但我们认为,鉴于年末临近新一年的煤炭COA运价谈判,即期市场运价的上涨可能提升市场对2011年中海发展沿海煤运COA价格的预期。本周,沿海煤炭运输华东线和华南线的运价涨至中海发展合同运价的上方。

图7、中海发展华南线 COA 与市场运价



资料来源：上海航运交易所，华泰联合证券研究

图8、中海发展华东线 COA 与市场运价



资料来源：上海航运交易所，华泰联合证券研究

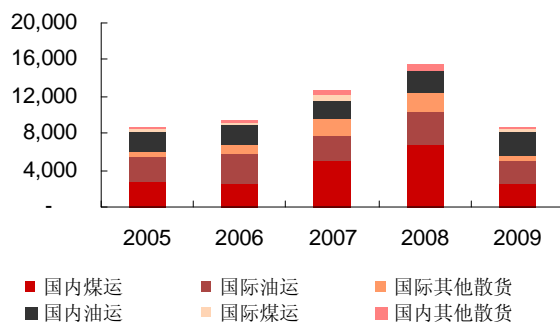
鉴于对沿海煤炭运价上涨可持续性的判断,我们认为市场对于 2011 年 COA 运价的预期将带来股价的交易性机会。四季度国际干散货运输市场及油运市场运价季节性上涨亦可能成为股价表现的催化。

但我们提示市场,这种预期兑现的概率有限,因历年的 COA 合同价格确定均参考了对下一年 BDI 的预期。同时我们认为,中海发展 2011 年的业绩表现可能存在不确定性。

#### 2011 年业绩表现存在不确定性

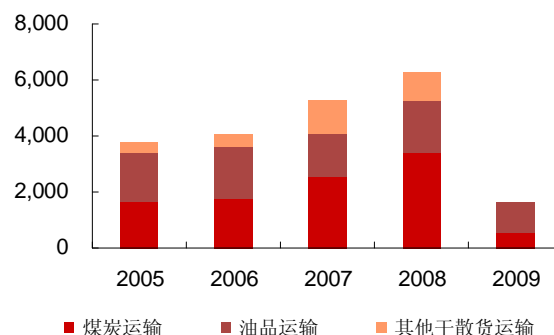
我们认为中海发展 2011 年的业绩表现可能存在不确定性,理由在于: 1) 我们看淡 2011 年干散货运输市场的表现,因此,我们对 COA 合同价及 2011 年公司其他干散货业务的表现预期较低; 2) 我们同样看淡远洋原油运输市场在 2011 年的表现,这意味着,尽管存在与货主的补贴条款,但中海发展油运业绩亦不能寄予过高期望。

图9、中海发展分业务收入 (百万元)



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究

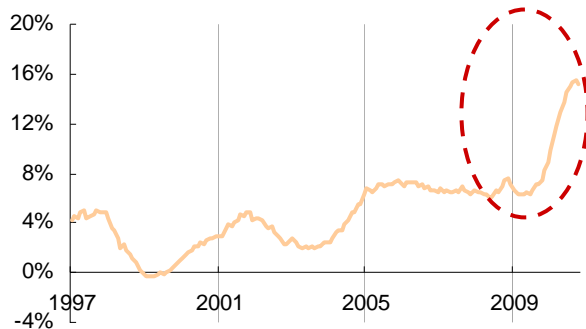
图10、中海发展分业务毛利 (百万元)



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究

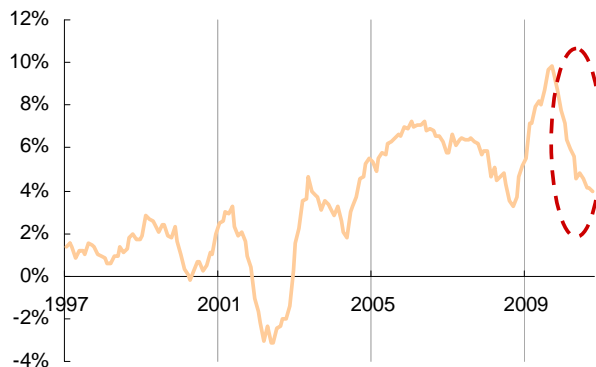
我们在中期策略报告中曾提到我们对 2011 年干散货和油运子行业表现的担忧。从运力的同比变动来看，干散货行业的运力同比增速仍在高位，这意味着行业仍然处在“过度补库存”的库存周期位置。而油轮尽管运力的同比增速不高，但单壳运力的拆解功不可没。根据现有订单的测算，未来两年行业运力的增速可能高达 8.5% 和 7.6%，高于我们对市场需求增长的预期。我们将在年度策略中更新并详述我们的供需预测模型。

图11、 干散货运力供给 - 过度补库存



资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究

图12、油轮运力供给 - 被动去库存



资料来源: Clarkson, 华泰联合证券研究

#### 调整盈利预测，维持评级

我们调整公司 2010 年的 EPS 预测至 0.58 元，考虑到四季度是传统的干散货及油运旺季，以及公司本年度更高的投资收益。我们暂时维持公司的“增持”评级，因我们相信市场运价在四季度的季节性表现可能为公司带来交易性机会。但我们提示公司 2011 年 COA 合同价格可能增幅低于预期，以及公司在 2011 年的业绩的不确定性。



**盈利预测**
**资产负债表**

单位: 百万元

	2009	2010E	2011E
<b>流动资产</b>	3,605	1,371	1,821
现金	2,222	650	750
应收账款	618	234	385
其他应收款	222	94	103
预付账款	141	90	198
存货	350	269	347
其他流动资产	52	35	38
<b>非流动资产</b>	30,324	35,640	41,193
长期投资	1,619	1,500	2,000
固定资产	18,496	23,777	28,477
无形资产	20	20	20
其他非流动资产	10,189	10,344	10,696
<b>资产总计</b>	33,930	37,011	43,013
<b>流动负债</b>	3,230	7,126	9,356
短期借款	541	5,923	8,074
应付账款	556	448	495
其他流动负债	2,133	755	787
<b>非流动负债</b>	9,062	6,151	8,151
长期借款	3,229	5,229	7,229
其他非流动负债	5,833	922	922
<b>负债合计</b>	12,292	13,277	17,507
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	15,953	17,720
归属母公司股东权益	21,395	23,486	25,253
<b>负债和股东权益</b>	33,930	37,011	43,013

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

	2009	2010E	2011E
<b>经营活动现金流</b>	1902	3614	3279
净利润	1065	1971	1969
折旧摊销	1072	1376	1570
财务费用	49	210	311
投资损失	-89	-250	-250
营运资金变动	-79	-215	-321
其他经营现金流	-116	522	0
<b>投资活动现金流</b>	-3563	-6442	-6873
资本支出	3744	6811	6623
长期投资	-75	-119	500
其他投资现金流	106	250	250
<b>筹资活动现金流</b>	1950	1256	3693
短期借款	-237	5381	2151
长期借款	-2300	2000	2000
普通股增加	0	0	0
资本公积增加	7	0	0
其他筹资现金流	4479	-6125	-458
<b>现金净增加额</b>	279	-1572	100

数据来源: 公司数据, 联合证券研究所

**利润表**

单位: 百万元

	2009	2010E	2011E
<b>营业收入</b>	8,919	11,692	12,829
营业成本	7,262	8,969	9,900
营业税金及附加	185	129	141
营业费用	39	42	50
管理费用	287	280	288
财务费用	49	210	311
资产减值损失	0	-	-
公允价值变动收益	-	-	-
投资净收益	89	250	250
<b>营业利润</b>	1,187	2,312	2,388
营业外收入	161	220	242
营业外支出	6	5	5
<b>利润总额</b>	1,342	2,527	2,625
所得税	278	556	656
<b>净利润</b>	1,065	1,971	1,969
少数股东损益	(0)	5	5
<b>归属母公司净利润</b>	1,065	1,966	1,963
<b>EBITDA</b>	2,308	3,898	4,269
<b>EPS (元)</b>	0.31	0.58	0.58

数据来源: 公司数据, 联合证券研究所

**主要财务比率**

	2009	2010E	2011E
<b>成长能力</b>			
营业收入	-49.2%	31.1%	9.7%
营业利润	-80.3%	94.8%	3.3%
归属于母公司净利润	-80.2%	84.7%	-0.1%
<b>获利能力</b>			
毛利率(%)	18.6%	23.3%	22.8%
净利率(%)	11.9%	16.8%	15.3%
ROE(%)	5.0%	8.4%	7.8%
ROIC(%)	3.5%	5.9%	5.2%
<b>偿债能力</b>			
资产负债率(%)	36.2%	35.9%	40.7%
净负债比率(%)	37.19%	85.88%	89.12%
流动比率	1.12	0.19	0.19
速动比率	1.01	0.15	0.16
<b>营运能力</b>			
总资产周转率	0.28	0.33	0.32
应收账款周转率	14	27	41
应付账款周转率	13.39	17.86	20.99
<b>每股指标 (元)</b>			
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.58	0.58
每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	1.06	0.96
每股净资产(最新摊薄)	6.28	6.90	7.42
<b>估值比率</b>			
P/E	35.62	19.29	19.32
P/B	1.77	1.61	1.50
EV/EBITDA	19	11	10

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  $\pm 10\%$  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

#### 免责声明

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