

航运III

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 孙敏

S0960110080124

0755-82026710

sunmin@cjis.cn

6-12个月目标价: 14.43元

当前股价: 11.05元

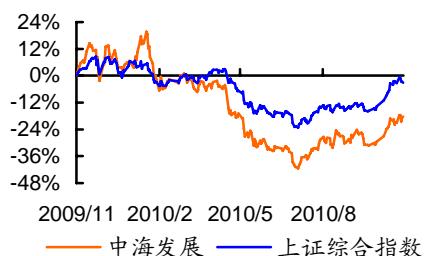
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2978.84
总股本(百万)	3405
流通股本(百万)	3405
流通市值(亿)	376
EPS (TTM)	0.47
每股净资产(元)	6.36
资产负债率	36.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中海发展	17.80	14.98	1.53
上证综合指数	14.10	12.49	3.85



相关报告

中海发展 600026

推荐

主业稳健，船队均衡，寒冬与旺季叠加带来
投资机会

投资要点:

- 公司是国内最大的沿海煤炭和油品运输企业。公司以油品、煤炭等能源品运输为主营业务，兼营其他干散货运输。相较于其他货种，油品和煤炭作为能源产品具有需求稳定、不可或缺的特点，因此业务结构较为稳健，且业务范围有约35%在国内沿海市场，相较于远洋运输，受国际市场波动的影响相对较小。
- 公司船队规模继续扩大，且结构均衡，可有效降低船舶运营风险。①公司原油运输船队和成品油船队结构均衡，VLCC占比47.70%，阿弗拉占比7.28%，巴拿马占比20.06%，MR占比24.96%。②散货船队432.3MDWT，占国内船队规模的比重约10%，排名居于中国远洋之后，但公司船队超灵便型和小灵便型船占比75%，与公司主业完美匹配，而且可以加强船队调控的灵活性。③规模进一步扩大。公司散货船队在手订单约103艘，2010-11年将增加约100万、130万DWT。届时船舶总吨位将增至735.8万载重吨，市场地位将进一步巩固。
- 收入有保障，成本可控制。①公司主要与国内大型煤炭和石化企业签订COA合同，这一经营战略保证了收入的可靠性。此外，我们认为，中国以煤炭和石油为主的能源消费结构短期内不会改变，进口和消费量仍将保持升势，作为最大的沿海能源运输企业，公司未来业绩增长有保障。②公司成本控制措施取得显著成效。燃油单耗3.61千克/千吨海里，同比下降9%。但成本不利之处在于：一是船员供需缺口导致人力成本仍将上升，二是船舶交付带来的折旧和利息支出将增加。
- 我们认为：虽然目前行业整体格局供大于需，但公司业务稳健，受国际航运市场波动的影响相对较小，另外，极寒天气与旺季叠加也带来交易性投资机会，首次给予“推荐”评级，目标价12.72-16.25元。公司2010-2012年的营业收入预计分别为117.87亿、144.02亿和171.60亿，EPS预计分别为0.65、0.76和0.95元。由于预计2010年净利润同比将增长达106%，给予公司25倍PE，2010年目标价16.25元。以行业平均市净率作为PB估值倍数，则目标价格为14.43元，对应2010年21.4倍PE，给予“推荐”评级。
- 风险提示：旺季因素带来的需求增速低于预期；船舶交付超预期；全球经济复苏的不确定性。

主要财务指标

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	8919	11787	14402	17160
收入同比(%)	-49%	32%	22%	19%
归属母公司净利润	1065	2074	2454	3218
净利润同比(%)	-80%	95%	18%	31%
毛利率(%)	18.6%	23.2%	23.6%	25.9%
ROE(%)	5.0%	8.9%	9.7%	11.6%
每股收益(元)	0.31	0.61	0.72	0.95
P/E	45.88	23.56	19.91	15.18
P/B	2.28	2.11	1.94	1.76
EV/EBITDA	24	14	11	9

目 录

一、公司主营稳健的能源运输业务	3
(一) 大股东中海集团是国内第二大航运业巨头	3
(二) “内外结合、此消彼长”的稳健性业务结构	4
二、船队结构均衡，规模继续扩大	5
(一) 油品船队：规模国内最大、船队结构均衡	5
(二) 散货船船队：与主业完美匹配、可灵活操作调整	6
三、收入与成本分析	7
(一) 收入分析与展望	7
1. 油品与煤炭运输是利润主要来源	7
2. 大客户经营战略保证了运费收入	9
3. 展望：中国能源消费大国地位渐立，国货国运政策确保收入稳定	9
(二) 成本分析与展望	13
1. 燃油消耗得到有效控制	13
2. 船员供需缺口将导致职工薪酬未来仍将保持增势	13
3. 船舶交付导致利息和折旧支出剧增	14
四、行业背景：供需对比失衡，运价反弹受阻	15
(一) 运力：未来交付压力较大	15
(二) 运量：增速难以弥补缺口	16
(三) 运价：微弱反弹	17
五、盈利预测与投资建议	19
(一) 盈利预测	19
收入与成本假设	19
估值以及投资建议	21

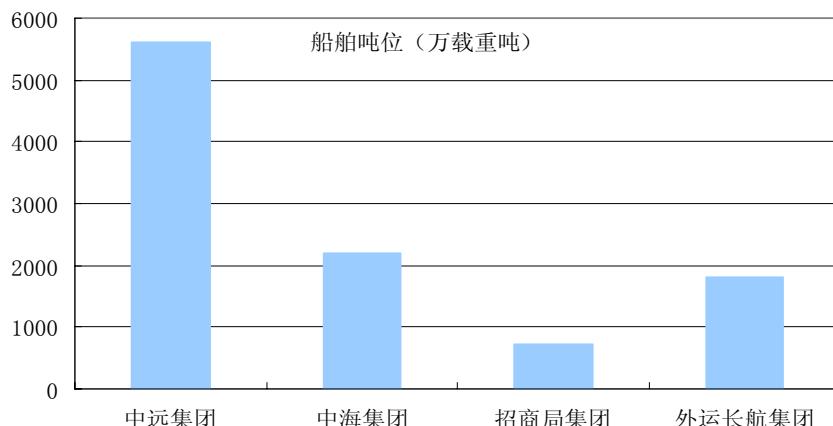
一、公司主营稳健的能源运输业务

(一) 大股东中海集团是国内第二大航运业巨头

中海发展股份有限公司前身是上海海兴轮船股份有限公司，经上海海运(集团)公司于1994年5月重组而成立。上海海运(集团)公司是国有大型综合类企业中国海运(集团)总公司(简称中海集团)在上海的全资子公司。中海集团隶属国资委，是目前中国大陆地区第二大海运业巨头，是以干散货、油运、集装箱以及LNG(液化天然气)等运输业务为主体、其他港口航运配套服务业务为辅助的特大型综合航运企业。

目前，国内航运业呈现四大航运集团寡头垄断的格局，分别是中国远洋运输(集团)总公司(简称中远集团或COSCO)、中国海(集团)总公司(简称中海集团)、外运长航集团和招商局集团。其中，中远集团运营船舶约800艘，总载重吨约5600万DWT，下辖中远航运、中国远洋两家A股上市公司，航运市场运力规模占有率为54.27%；中海集团运营船舶约440艘，总载重吨2200万，下辖中海发展、中海集运和中海海盛三家A股上市公司，市场占有率为21.32%；外运长航集团是由中国对外贸易运输(集团)总公司与中国长江航运(集团)总公司于2009年3月重组成立，船舶总吨位约1800万DWT，下辖长航油运、长航凤凰两家上市公司，市场占有率为17.44%；招商局集团总部位于香港，是侧重油品运输的航运企业，目前拥有船舶719万DWT，市占率约6.97%，见图1。

图 1：国内四大航运巨头船队规模

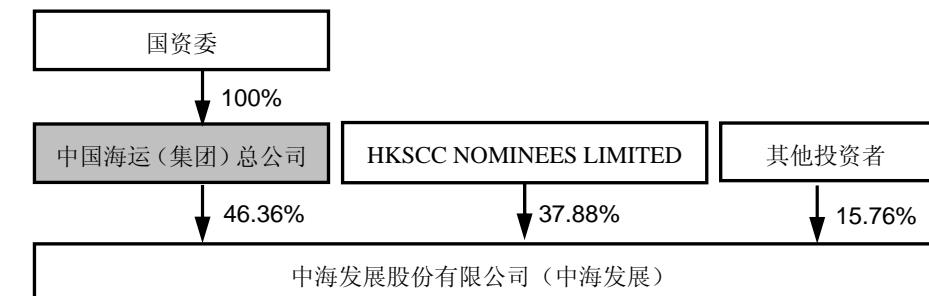


资料来源：各公司资料、中投证券研究所、相关网站。

1994年11月，公司发行108000万股H股，在香港联交所上市。1997年12月，上海海运(集团)公司转让所持公司股份与中海集团，同时公司更名为中海发展股份有限公司。

2005年股改完成后，公司总股本33.26亿股(截止2005年12月31日)，目前总股本为34.04亿股，第一大股东“中国海运(集团)总公司”持有46.36%的股份，第二大股东“HKSCC NOMINEES LIMITED”持有37.88%的股份。股本结构详见图2。

图 2: 公司股权结构



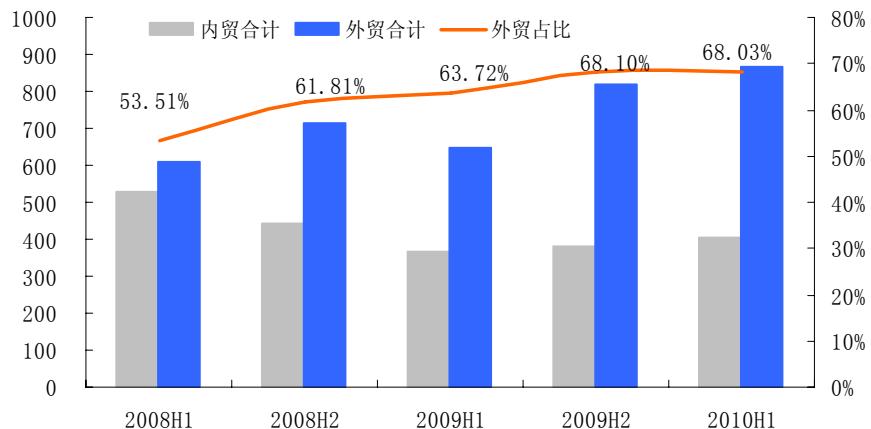
资料来源：公司资料、中投证券研究所。

(二) “内外结合、此消彼长”的稳健性业务结构

公司主营业务是油品、煤炭等能源品运输，兼营其他干散货运输，业务覆盖区域是沿海与远洋相结合，是国内最大的沿海煤炭和油品运输企业。相较于其他货种，油品和煤炭作为能源产品具有需求稳定、不可或缺的特点，因此业务结构较为稳健，且业务量约 35% 在国内沿海市场，相较于远洋运输，受国际航运市场波动的影响相对较小。

2010 年上半年，公司完成货运周转量 1273.3 亿吨海里，同比增 25.28%，其中内贸合计 407.1 亿吨海里，同比增 10.39%，外贸 866.2 亿吨海里。同比增 33.76%。近年来，公司突破传统沿海区域，开始拓展远洋市场份额，外贸货物周转量占总周转量的比重逐步趋势，10 年上半年为 68.03%，同比提升约 5 个百分点，见图 3。

图 3：内外贸货物周转量（单位：亿吨海里）



资料来源：公司资料、中投证券研究所。

随着公司打造“世界级油轮船队”战略的实施，油品运输周转量及所占份额均不断扩大。10 年上半年油品周转量 783.50 亿吨公里，占总周转量的比重高达 61.53%。其中外贸油品运输 656.30 亿吨海里，内贸油品运输 127.20 亿吨海里。煤炭货物周转量 257 亿吨海里，其中外贸 216 亿吨海里，内贸 235.4 亿吨海里。其他干散货运输周转量 232.8 亿吨海里，其中外贸 188.3 亿吨海里，内贸 44.5 亿吨海里，见图 4-图 7。公司已形成“以资源品运输为主、内贸主营煤炭、外贸主营油品、多项业务此消彼长共同互补”的多元化、相对稳健的业务结构。

图 4: 各业务周转量 (单位: 亿吨海里)

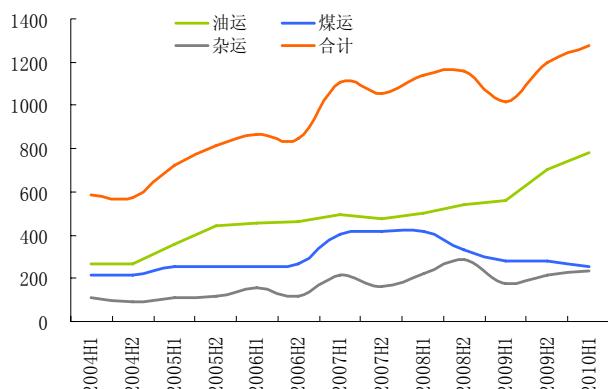
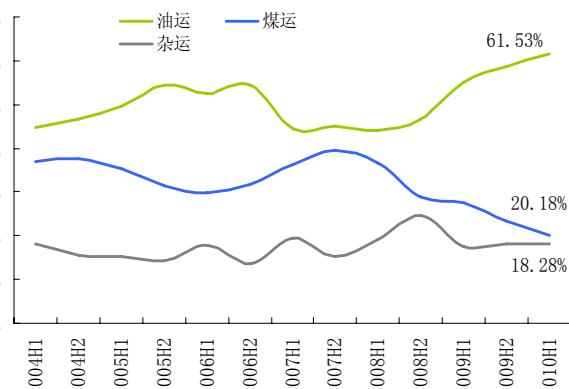


图 5: 各业务周转量占比



资料来源：公司资料、中投证券研究所

图 6: 内贸货物周转量 (单位: 亿吨海里)

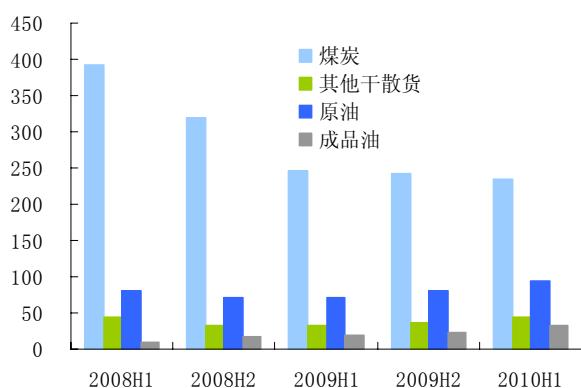
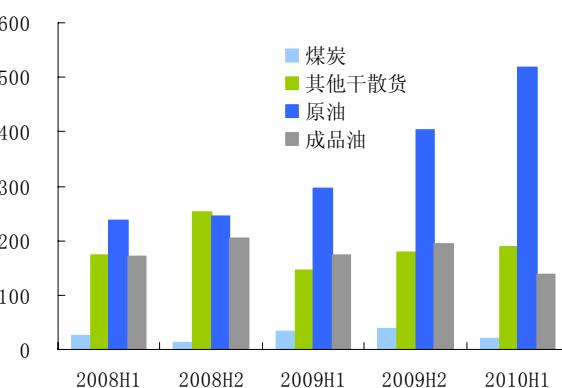


图 7: 外贸货物周转量 (单位: 亿吨海里)



资料来源：公司资料、中投证券研究所。

二、船队结构均衡，规模继续扩大

目前运营的船队共计168艘，785.2万载重吨，其中散货轮103艘，432.3万载重吨，油轮65艘，560.2万载重吨，平均船龄14.4岁。根据公司交付计划，预计2011年将有22条船舶陆续交付，总计282.91万载重吨（非加权吨位）。公司船队总规模在上市航运类企业中虽不是最大，但其独特优势在于各船型比例比较均衡，这在行业低迷时期有助于降低运营风险。

(一) 油品船队：规模国内最大、船队结构均衡

从油品运输船队规模看，公司是国内最大的油品运输企业。相较于招商轮船和长航油运，公司的船队结构的特点是原油运输船队和成品油船队结构均衡。

从对比看出，招商轮船侧重原油运输，VLCC船队占比81.01%，苏伊士和阿弗拉船型占比18.99%，无MR船型，为“单边重”。长航油运VLCC船队占比47.98%，MR船型占比46.06%，巴拿马和阿弗拉占比约6%，“两头重而中间轻”。中海发展的船队结构相对均衡，VLCC占比47.70%，阿弗拉占比7.28%，巴拿马占比20.06%，MR占比24.96%。见图8-图9

均衡的船型结构有助于降低运营风险，苏伊士型船、埃弗拉和巴拿马型船是原油和成品油兼用船。当原油需求旺盛时，这些船型可以增加公司原油运输

能力，而当成品油需求旺盛的时候，也可派上用场，但是 VLCC 在成品油运输方面存在规模不经济的问题。因此，中等规模的船型占一定比例可以有效对冲单一船型的经营风险。

图 8：油运船队规模比较（单位：载重吨）

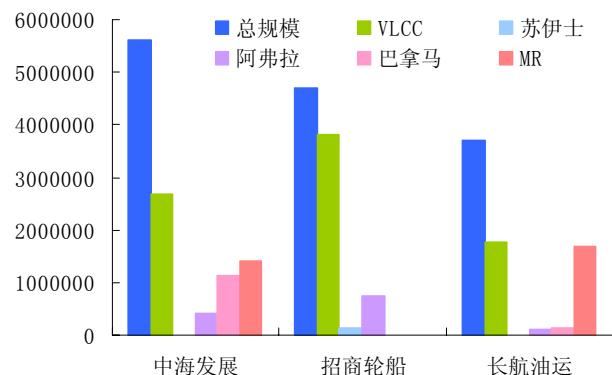
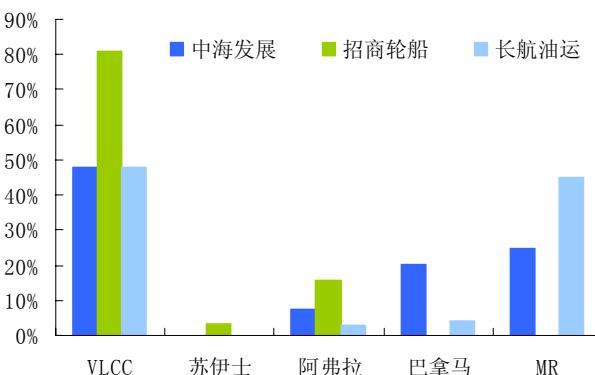


图 9：各企业油运船型占比情况



资料来源：公司资料、中投证券研究所。

2011-2012 年，公司将有陆续有 12 艘 7.6 万吨级成品油和原油兼用船投入使用，届时公司运力规模进一步扩大，运力结构也进一步完善，见表 1。

表 1：油轮订单及交付计划

签约年份	艘数	船型	每艘造价：万美元	2011 年		2012 年
				2 月、8 月、10 月、12 月	3 月、4 月、5 月、6 月	7 月、10 月、11 月、12 月
2008-6	8	7.6 万吨级	4950			
2008-9	4	7.6 万吨级	5700			

资料来源：公司资料、中投证券研究所。

（二）散货船船队：与主业完美匹配、可灵活操作调整

目前，公司散货船队 432.3 百万载重吨，占国内船队规模的比重约 10%，排名居于中国远洋之后，但公司船队以超灵便型和小灵便型船为主，二者占比 75%（见图 10、图 11）。这种船型结构不仅与公司主营沿海煤炭运输业务完美匹配，而且可以加强船队调控的灵活性。中小型船舶进一步可以代替超大型船舶运输金属矿石产品，退一步可以运输小货种散杂货，降低了船舶运营风险。

图 10：散货船队规模比较（单位：载重吨）

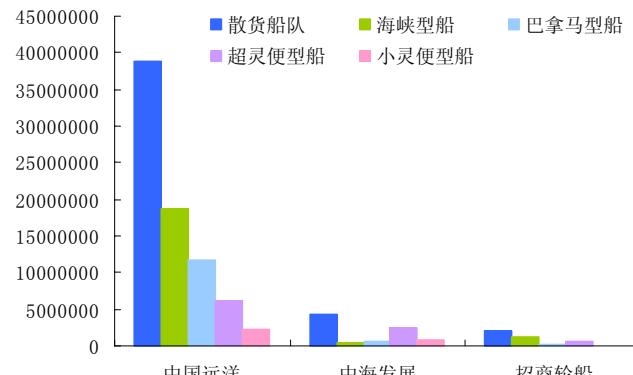
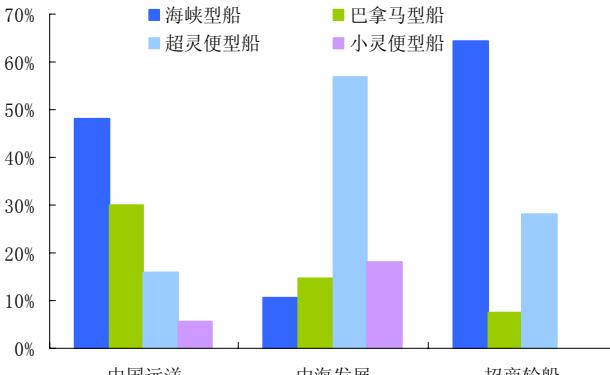


图 11：散货船队比例



资料来源：公司资料、中投证券研究所。

公司散货船队在手订单约 103 艘，2010 年将增加约 100 万载重吨，2011 年交付约 130 万载重吨。届时船舶总吨位将增至 735.8 万载重吨，市场地位将进一步巩固。

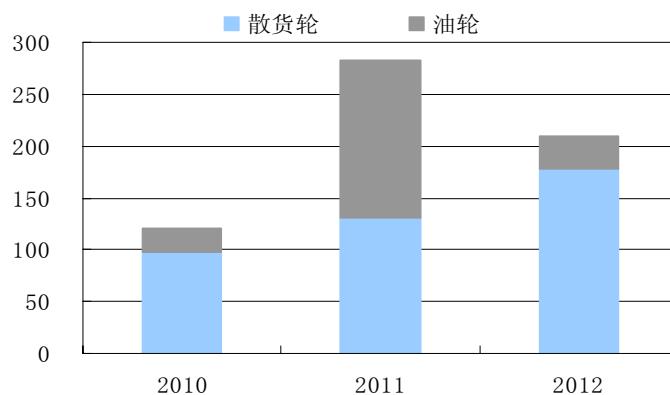
船队规模增加的同时也带来了巨量的利息和折旧支出，这将侵蚀掉部分盈利。详见收入成本分析部分。

表 1：订单交付计划

订单 艘数	船型	造价(万美元)	交付月份			
			2009	2010	2011	2012
4	30.8 万吨级原油船	11426				
2	23 万吨级矿砂船	8080	12	4、7、12		
3	7.6 万吨级原油成品油轮	5126	6、9、12	3、6、9		
5	5.73 万沿海散货船	27282	1、5、6、12	2、5、9、9、10	2、3	
4	30 万吨级矿砂船	11380			8、10、12	3.00
4	23 万吨级 VLOC	9016			4、7、10、12	
4	30 万吨级散货船	11680				2、4、5、6
4	5.73 万吨级散货船	30022				3、4、5、8
6	5.73 万吨级散货船	27285			5、5、6、7、11	2
8	7.6 万成品油原油兼用船	4950			2、8、10、12	3、4、5、6
4	7.6 万吨级成品油原油船	5700			7、10、11、12	
2	7.6 万吨级散货船	3300		9		

资料来源：公司历年年报、中投证券研究所。

图 12：未来船队规模增长情况（单位：万载重吨）



资料来源：公司资料、中投证券研究所。

三、收入与成本分析

(一) 收入分析与展望

1. 油品与煤炭运输是利润主要来源

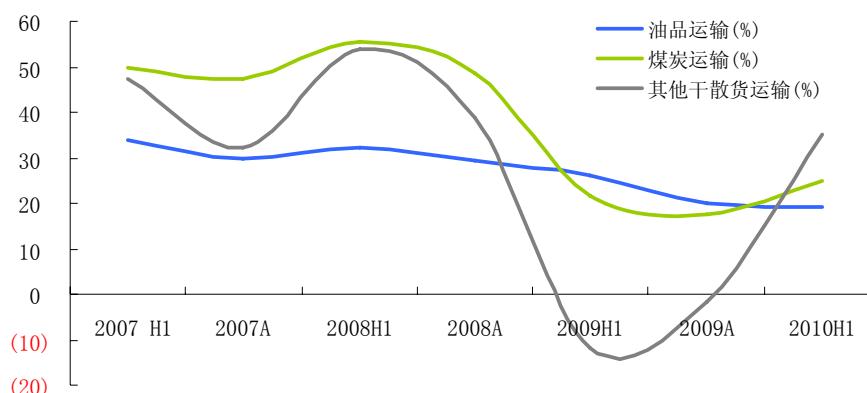
自 08 年下半年金融危机全面爆发以来，公司煤炭和其他干散货的周转量比重有所降低，同时由于全球干散货运输业供大于需情况严重，干散货运费经

历一波深跌之后持续萎靡不振，运价水平在航次盈亏平衡点附近摇摆，在整体航运业陷入供需失衡困局中时，公司也不能幸免，干散货运输在收入构成中的比重也不断缩水，而油品运输由于经济复苏时期需求的增大，以及单壳油轮的拆解等带来的供需结构的改善，运价恢复好于干散货市场，油品运输占收入的比重不断增大，成为主要来源。

沿海煤炭运输是公司相对稳定的运输业务，因为该项业务主要是以与国内大型企业签订 COA 合同为主，受国际干散货运输业波动的影响相对较小，运价水平以及毛利率的波动幅度要好于其他干散货和油品运输，而后者，无论运价还是货运量，均随着国际航运市场的波动而起伏。

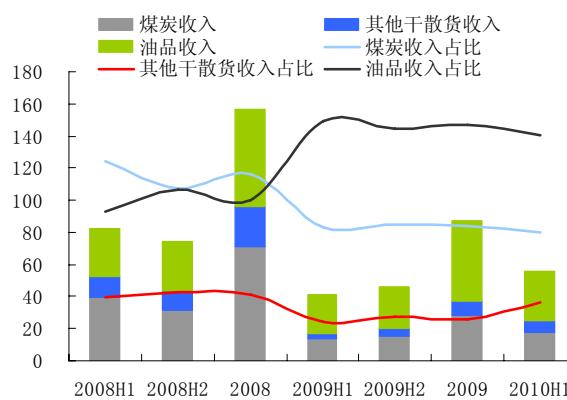
10 年上半年，煤炭运输毛利率 24.7%，贡献了 31.21% 的收入和 35.02% 的毛利，与上一期持平，是公司相对稳定的利润源泉。其他干散货运输毛利率波动较大，09 年为 -1.1%，10 年上半年为 35.1%，同比有大幅提高，贡献了 14% 的营业收入和 21% 的毛利。油品运输的毛利率水平近年来有所下滑，10 年上半年为 19.2%，贡献了 55% 的营业收入和 44% 的毛利，见图 13-图 15。煤炭和油品运输对营业收入和毛利的贡献度分别为 86% 和 79%，是公司收入和利润的主要源泉。

图 13：各运输业务毛利率（单位：%）



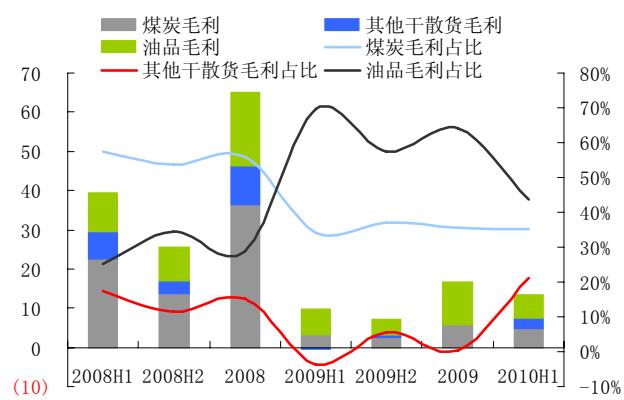
资料来源：公司资料、中投证券研究所。

图 14：各业务收入及占比（单位：亿元）



资料来源：公司资料、中投证券研究所。

图 15：各业务毛利及占比（单位：亿元）



2. 大客户经营战略保证了运费收入

公司秉持与大客户签订 COA 包运合同的经营战略，油品运输客户主要是中石化、中石油和中海油，干散货运输客户主要是国内大型国有钢铁企业，包括中国神华、宝钢集团、华能集团、上海电力、首钢集团等。

公司每年于四季度开展与客户的 COA 合同的谈判，谈判内容将就运量和运价水平达成一致协议。大客户经营战略的实施有效保证了运费收入的稳定性。

3. 展望：中国能源消费大国地位渐立，国货国运政策确保收入稳定

目前，中国能源消费结构以煤炭和石油为主。根据 CEIC 统计资料，2009 年，中国能源消费量 306.47 百万吨，其中煤炭和石油比重分别为 70.4% 和 17.9%，与上年度基本持平（见图 16）。

放眼至全球，传统化石能源也扮演主要角色。据 BP 能源统计资料显示，2009 年全球能源消耗 11164.3 百万吨油当量，其中煤炭消耗 3278.3 百万吨油当量，石油消耗 3882.1 百万吨，二者占比 64.14%，核能和水电占比不足 15%（见图 17）。

图 16：中国能源消费结构

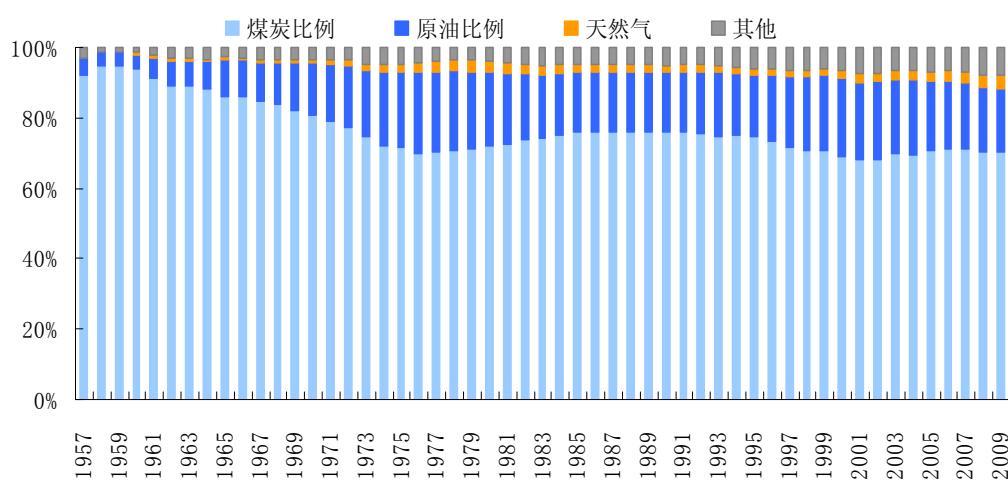
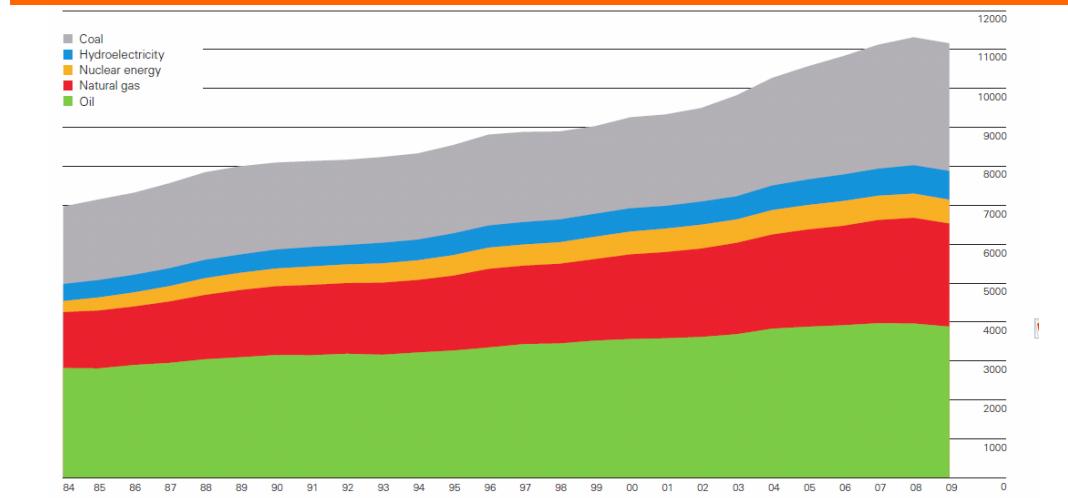


图 17：世界能源消费结构 (单位：百万吨/天)



资料来源：CEIC, BP 能源统计, 中投证券研究所。

对于未来能源消费趋势，我们认为：

第一，新能源对传统化石能源冲击目前仍处于“蚍蜉撼大树”的阶段。虽然随着节能减排的推进和新能源技术的发展，核能、水电和太阳能等新型能源所占比重有所增加，但传统工业，如水泥、钢铁、发电等对石油和煤炭的依存度短期内难以改变，因为新能源技术和资金门槛较高、而且效率与传统化石能源相比偏低，传统化石能源的地位短期内难以撼动。

针对有分析师认为近期席卷全球的低碳经济会对传统化石能源消费以沉重打击的观点，我们认为，低碳经济其实更是一场国家与国家之间的政治博弈，从经济角度看，传统能源仍是全球能源消费结构的主体。

第二，中国作为石油进口和消费大国的地位已日趋稳固。2009年中国石油消费量404.6百万吨，占世界石油消费量的比重10.4%，仅次于美国21.7%的比重。但同期石油产量仅189百万吨，且目前探明储量居世界后列（见图18）。供需缺口将催生巨大的石油进口需求。从BP的石油流向监测看，中国已经成为主要流入地（见图19）。

图 18：世界探明石油储量（单位：10亿桶）

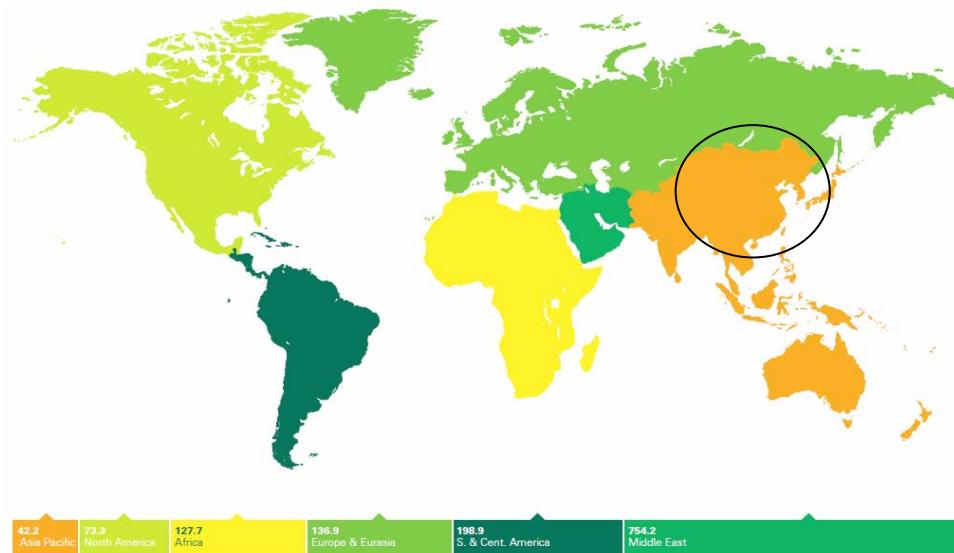
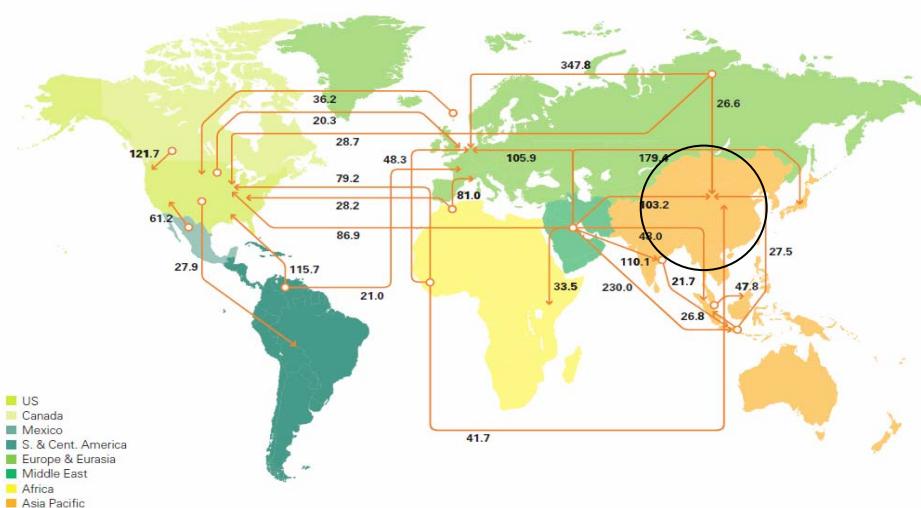


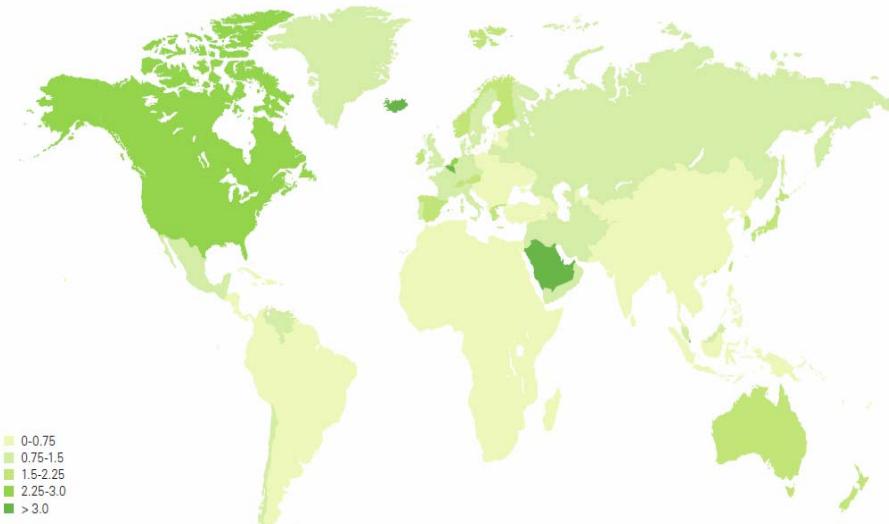
图 19：世界石油产品流向



资料来源：CEIC，BP能源统计，中投证券研究所。

从人均消费看，中国不足 0.75 吨/人，而发达国家超过 3 吨/人，大多数国家也在 2.25-3 吨/人（见图 20），随着中国工业化进程的加快和世界经济格局的转变，我们认为中国超越美国成为最大的石油消费国指日可待。

图 20: 世界人均石油消费量（单位: 吨/人）



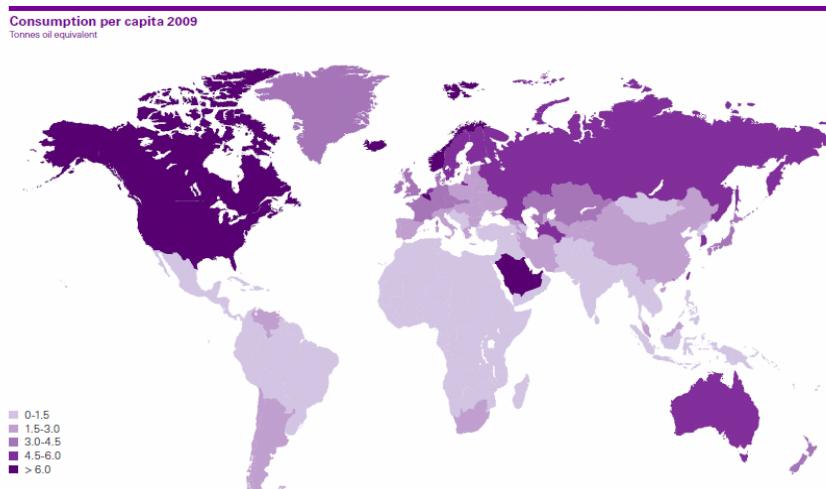
资料来源: BP 能源统计, 中投证券研究所。

第三，煤炭消费有进一步提升空间，沿海运输需求有增无减。从 BP 统计资料看，我国化石能源人均消费量居于世界后列，约 1.5-3 吨油当量，而发达国家超过 6 吨油当量，多数国家也超过 4.5 吨油当量，煤炭消费提升的空间巨大。

在消费需求提升的前提下，煤炭进口量大幅提升、出口逐步减少。根据统计快报，2009 年，全国煤炭出口量 2240 万吨，同比降 50.7%，进口量 12583 万吨，同比增长 211.5%。我国成为煤炭净进口国的趋势不可阻挡。

沿海煤炭运输需求有增无减。根据煤炭工业发展规划，我国煤炭产销区域失衡的局面难以改变，海运仍然是北煤南运的主要渠道。

图 21: 世界人均化石能源消费量（单位: 吨油当量）



资料来源: BP 能源统计, 中投证券研究所。

综合以上分析，我们认为，进口与消费提升以及国油国运、国货国运的政策支持，将使公司业务周转量稳步增长。根据公司公布的运营数据，我们保守预计 2010 年公司散货运输周转量微降 1%，随后预计保持 10%、5% 的增幅；其他干散货周转量增长 35%，明后两年均增长 20%；油品运输周转量增长 35%，随后保守预测年均增长约 10%。综合我们对于运价基本平稳的判断，预计未来两年，营业收入分别有 31.3%、22% 和 18.9% 的增幅，详见收入预测部分。

图 22: 煤炭营业收入及增长率 (单位: 元)

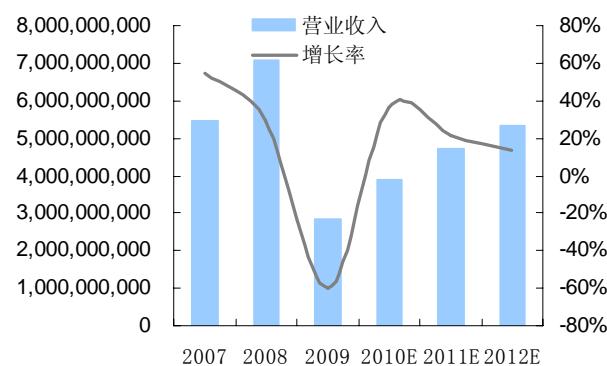
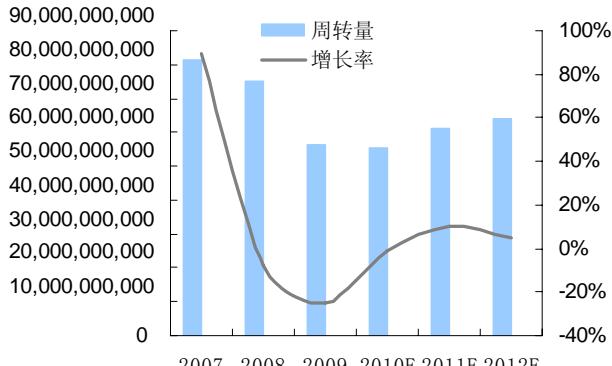


图 23: 煤炭周转量及增长率 (单位: 吨公里)



资料来源：中投证券研究所。

图 24: 杂运营业收入及增长率

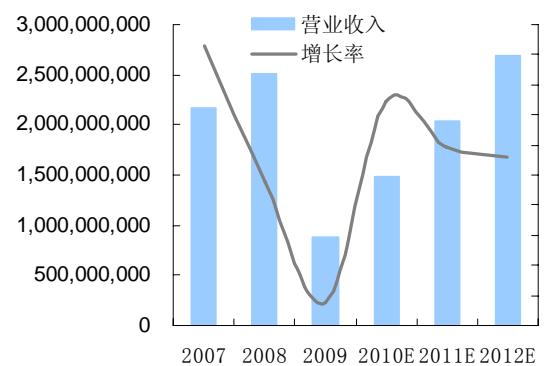
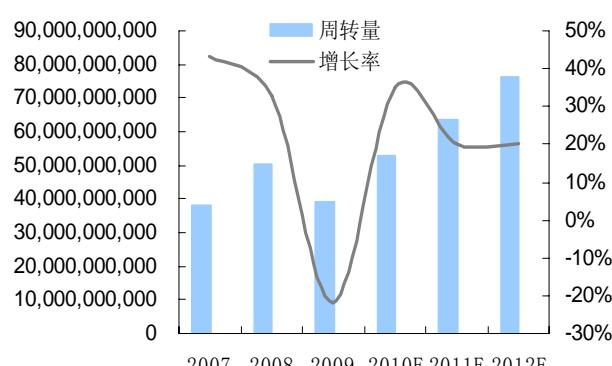


图 25: 杂运周转量及增长率



资料来源：中投证券研究所。

图 26: 油运营业收入及增长率

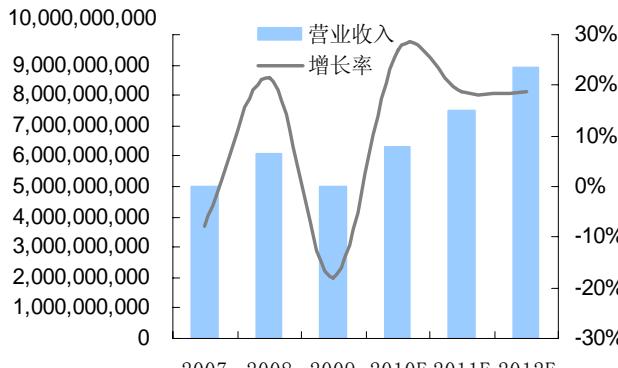
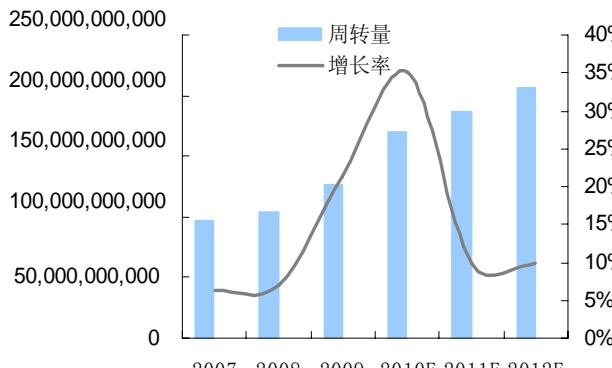


图 27: 油运周转量及增长率



资料来源：中投证券研究所。

(二) 成本分析与展望

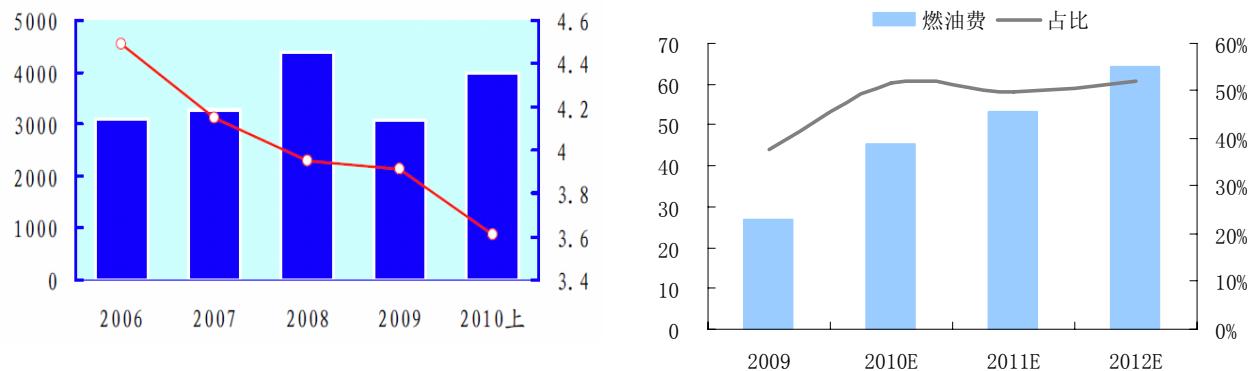
燃油费、固定资产折旧、职工薪酬和港口使费是公司主要的成本项目，占总成本比重分别约 40%、15%、14% 和 10%。其他成本项，包括润物料费、修理费和保险费等占总成本的比重约为 20%。近年来，通过技术创新和管理创新，公司致力于成本结构的优化，取得了一定的成效。

1. 燃油消耗得到有效控制

燃油成本是航运公司最大的支出项目。在行业景气度较低时期，根据航线特征、运价、油价，以利润最大化为目标，确定最优航速以降低燃油消耗是公司的常用措施。近年来，公司从技术和管理上大力推行节能减排措施，单位燃油消耗量逐年下降，2010 年上半年约 3.7 千克/千吨海里，同比降 9%。同时由于燃油价格涨幅趋缓，燃油成本占总成本的比重也有所下降，见图 26 与图 27。

预计未来两年，公司单位油耗将进一步降低，但边际降幅将缩小，约为 3.65 (2010 年)、3.59 (2011 和 2012 年) 千克/千吨海里，综合油价上涨因素，我们预计燃油成本占总成本的比重约为 48%。

图 26: 燃油成本及单位油耗(单位: 亿元; 千克/千吨海里) 图 27: 燃油成本及比重(单位: 亿元)



资料来源：公司资料、中投证券研究所。

2. 船员供需缺口将导致职工薪酬未来仍将保持增势

职工薪酬是比较稳定的成本项目，近年来由于船员供需缺口的加剧，导致人力成本占总成本的比重持续上升。据有关资料显示，未来两年船员供需缺口较大（见表 2-表 3），尤其是高级船员，船员工资仍将维持一定涨幅。在这种趋势下，我们预计，职工薪酬支出未来仍将保持一定的增幅，预计占总成本的比重在 15% 左右。

表 2: 船员需求预测 (单位: 千人)

年份	2005		2010		2015	
地区	高级船员	普通船员	高级船员	普通船员	高级船员	普通船员
OECD 国家	168	218	172	223	176	227
东欧国家	30	29	30	30	31	30
非洲和拉丁美洲国家	144	166	147	169	151	169
远东地区	117	149	120	153	122	156
印度和中东地区	18	23	18	24	18	24

合计	476	586	488	598	499	607
----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

资料来源：BIMCO/ISF MANPOWER 2005 UPDATE，中投证券研究所。

表 3：船员供给预测（单位：千人）

	2005		2010		2015	
	高级船员	普通船员	高级船员	普通船员	高级船员	普通船员
OECD 国家	133	174	116	154	102	136
东欧国家	95	115	95	130	95	148
非洲和拉丁美洲国家	38	110	42	118	47	126
远东地区	133	226	139	211	145	196
印度和中东地区	66	96	75	127	83	167
合计	466	721	467	740	472	774
供应缺口	-10	135	-21	142	-27	167

资料来源：BIMCO/ISF MANPOWER 2005 UPDATE，中投证券研究所。

3. 船舶交付导致利息和折旧支出剧增

目前，公司在建船舶约 60 艘，总载重吨 613 百万 DWT，其中散货轮约 406 百万 DWT，油轮约 206 百万 DWT。船舶交付时间集中在 2011 和 2012 两年。

船队规模的继续扩大巩固了公司的市场地位，但是这一策略是把双刃剑。在行业繁荣时期时，吨位增加和运费提升也会带来营业收入的增加，可以覆盖资本支出带来的压力。但是在目前行业景气度较低的时期，折旧和利息费用会使公司的负担加重，在其他条件不变的前提下，也将侵蚀部分运营利润。

根据我们的测算，新交付的船舶将会导致公司 2010 年-2013 年间的折旧费用分别增加 9 千万、9.5 亿元、12.16 亿元，利息支出增加 8 千万、8.78 亿元、11.2 亿元。

图 28：在建工程转入固定资产的情况（单位：百万元）

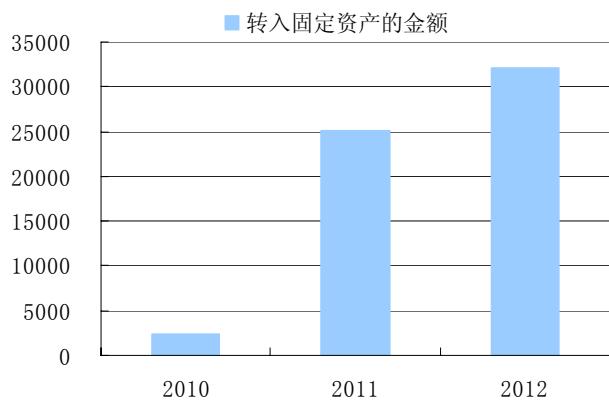
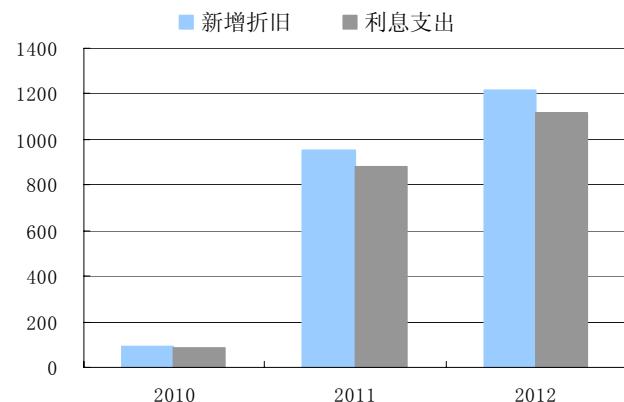


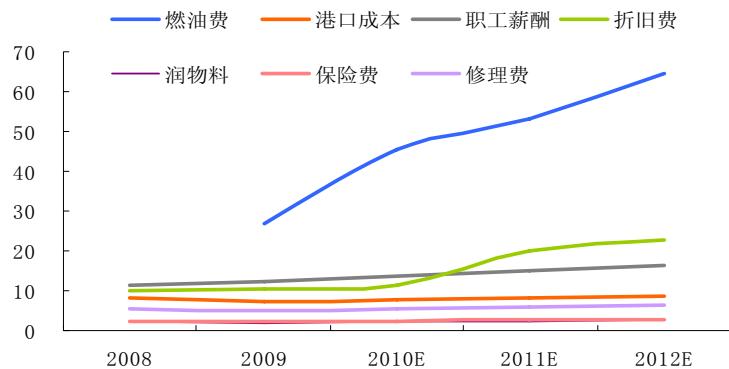
图 29：新增利息和折旧支出



资料来源：公司资料、中投证券研究所。

综合以上分析，我们成本预测如图 30 所示。

图 30：各项成本（单位：亿元）



资料来源：公司历年年报、中投证券研究所。

四、行业背景：供需对比失衡，运价反弹受阻

正如笔者在 10 年 9 月 29 日的行业深度报告《航运业系列报告之一——散货运输业：锯齿状的行业盈利态势》中所分析的那样，目前航运业已经走出低谷，运价水平已经逐步恢复到行业盈亏平衡点之上。但是由于巨量订单的存在，导致运力供给依然巨量，未来 1-2 年的时间供需形势不甚乐观。

（一）运力：未来交付压力较大

目前散货船队订单 2.76 亿载重吨，占船队规模比重 54.48%，未来一到两年船队规模增长率超 10%，悲观预期甚至超过 15%。而同期散货海运贸易量增速很难超过 10%，乐观预计约 7% 左右。

油轮船队也不甚乐观，目前订单 1.27 亿载重吨，占船队规模的比重 28.39%。未来一到两年船队原油船队规模增速约 2%，成品油船队规模增速将达到 7.9%，而同期油品运输预计增速仅 3% 左右。

按照目前的订单交付和拆解情况看，散货运输市场和油品运输市场的景气复苏力度尚不够。

图 32：油轮船队订单

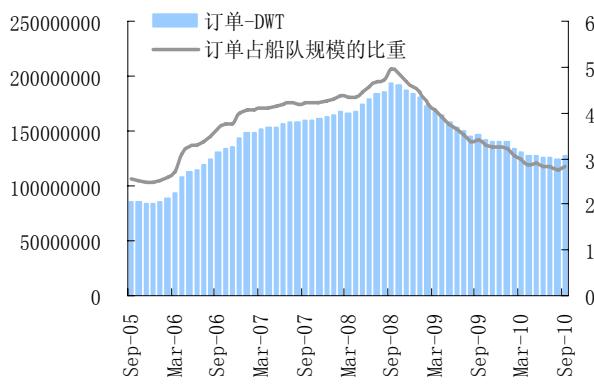
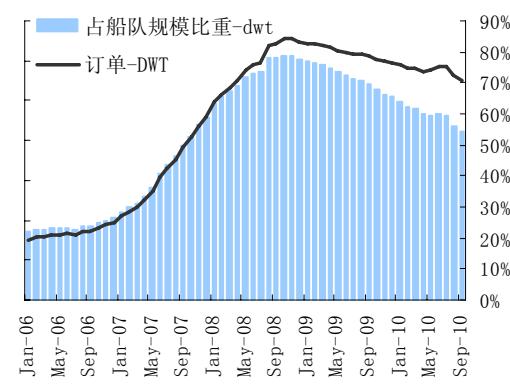


图 33：散货船队订单



资料来源：clarkson、中投证券研究所。

不过，航运业的特殊之处在于心理预期和行为因素的影响力不容小觑。如果船东一致预期到供大于需的情况，则会出现订单取消超预期的现象。如果一致预期后市会好转，则会出现大量订船，从而使预期反转，后市走弱。

据我们目前的观察来看，船东的情绪似乎仍沉浸在三年前的那场大牛市中，对后市预期普遍偏乐观，这从拆解数量降低、缔约行为增加可见一斑。因此，我们预计这种低点购船的行为会进一步加大运力供给的压力。

我们会持续不断地跟踪市场情绪的变化，以及时调整运力增速的预测。

图 34：油轮缔约情况

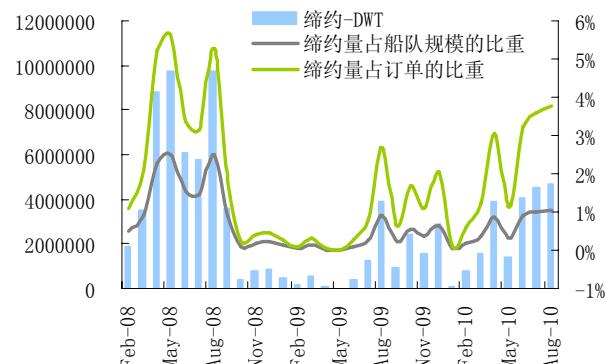
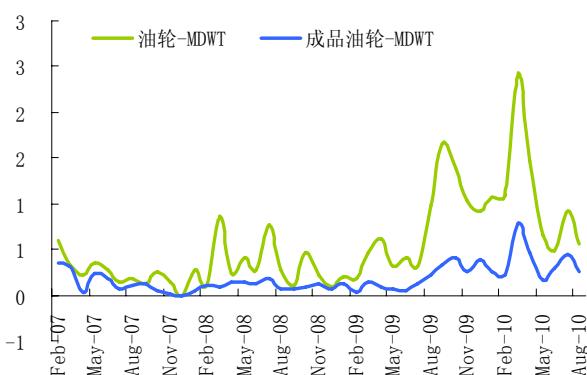


图 35：油轮拆解情况



资料来源：clarkson、中投证券研究所。

图 36：散货轮缔约情况

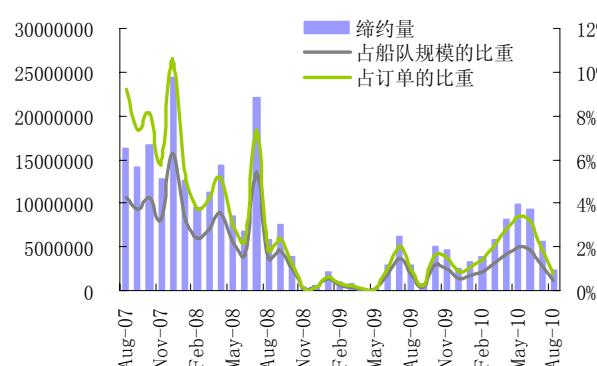
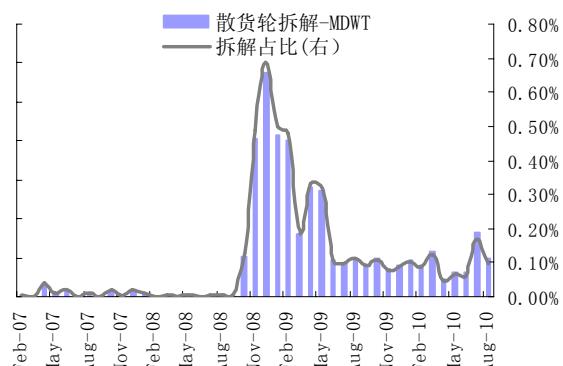


图 37：散货轮拆解情况



资料来源：clarkson、中投证券研究所。

（二）运量：增速难以弥补缺口

在经济复苏背景下，我们认为煤炭和石油进出口量出现大幅回落的概率较小。据 clarkson 预计，2010 年原油需求增速约在 3.6%，成品油需求增速约 3.7%，而煤炭增速约为 6%。

图 38: 主要经济体煤炭出口总量及比例 (单位: 百万吨)

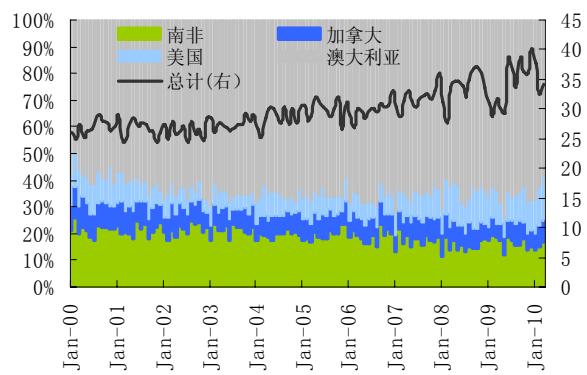
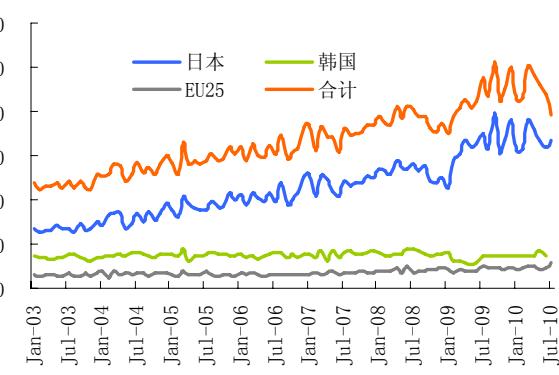


图 39: 主要经济体煤炭进口量 (单位: 百万吨)



资料来源: clarkson、中投证券研究所。

图 40: 主要经济体石油出口 (单位: 百万吨)

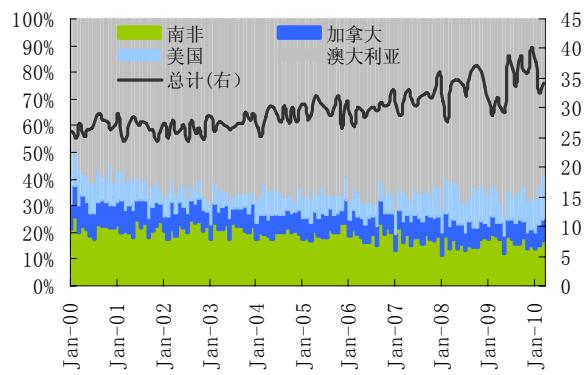
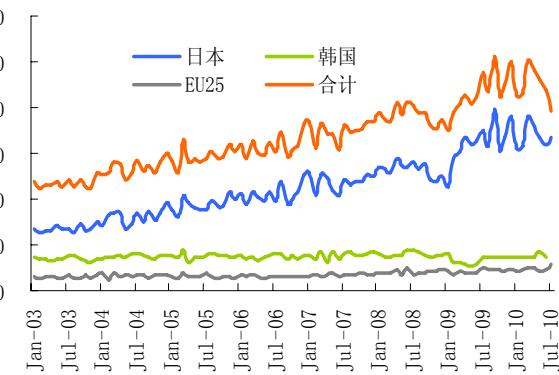


图 41: 主要经济体石油进口量 (单位: 百万吨)



资料来源: clarkson、中投证券研究所。

(三) 运价: 微弱反弹

由上文运量和运力的分析中可以看出，虽然目前运价水平虽然已走出低谷，但供需结构的失衡导致运价总体水平低位徘徊，未来一年运价水平的反弹仍将遭到较大的阻力。

图 42: 原油运输船舶供需对比

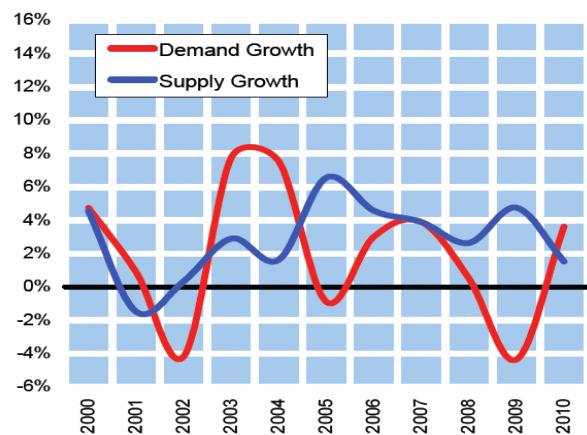
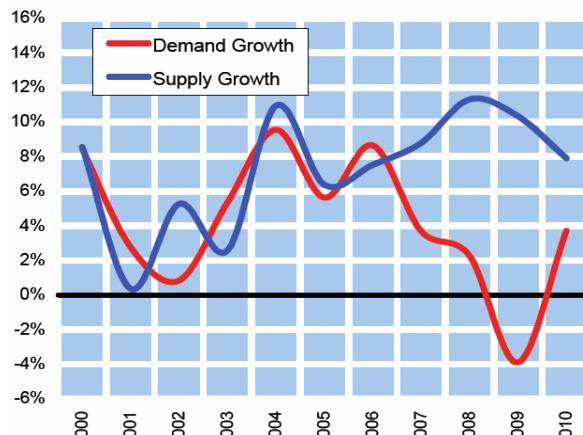


图 43: 成品油运输船舶供需对比



资料来源: clarkson、中投证券研究所。

图 44: 散货运输业供需对比预测

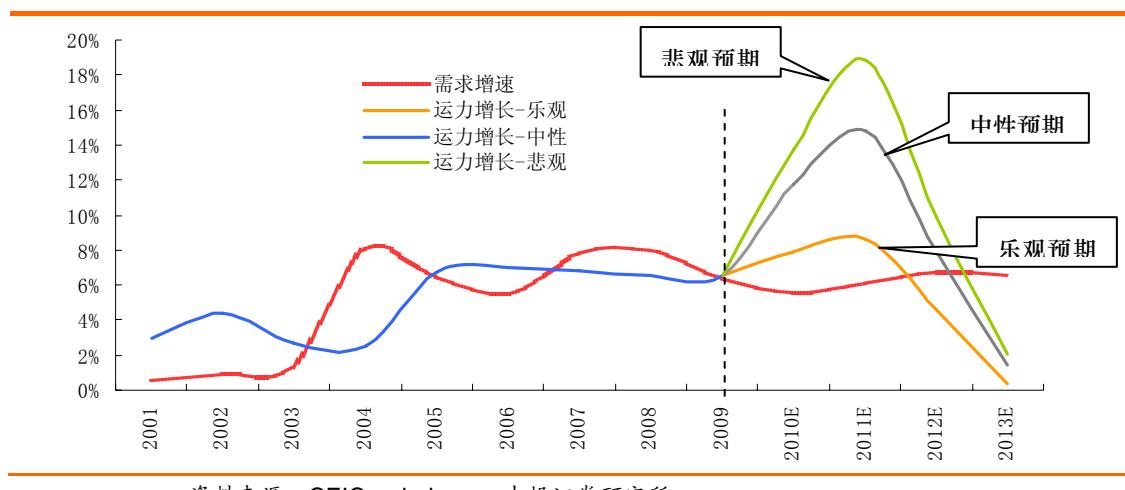


图 45: VLCC/ULCC 期租 (单位: 美元/天)

图 46: 苏伊士型船舶期租 (单位: 美元/天)

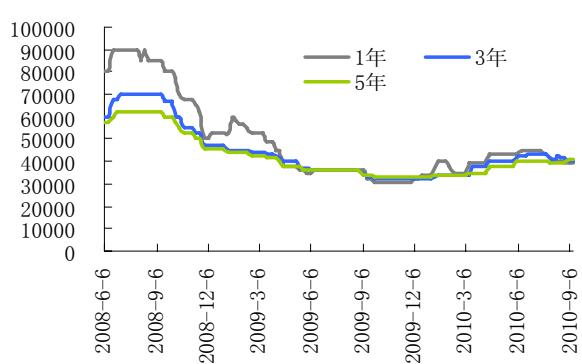


图 43: 阿弗拉型船舶期租 (单位: 美元/天)

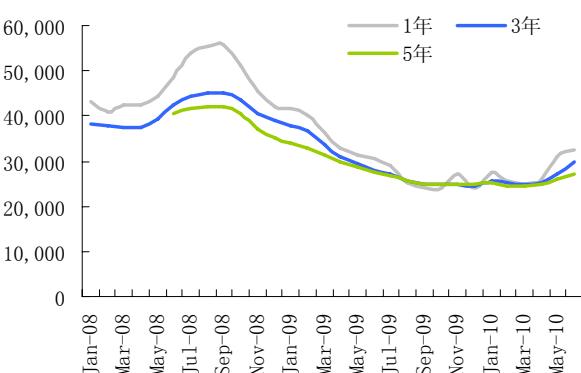
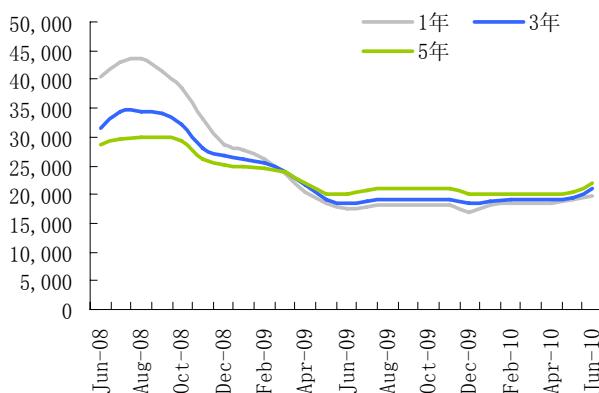


图 44: 巴拿马型船舶期租 (单位: 美元/天)



资料来源：clarkson、中投证券研究所。

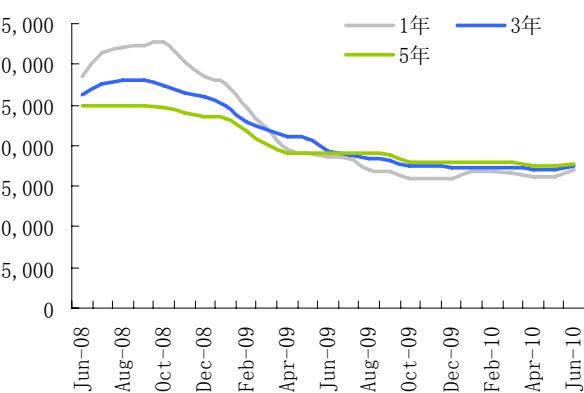


图 49: 海峡型船舶期租 (单位: 美元/天)

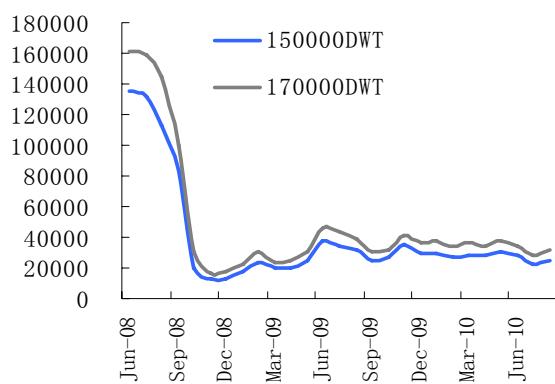
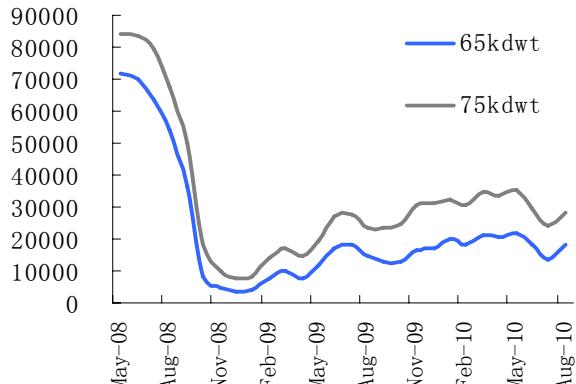


图 50: 巴拿马型船舶期租 (单位: 美元/天)



资料来源: clarkson、中投证券研究所。

图 51: 超灵便型船舶期租 (单位: 美元/天)

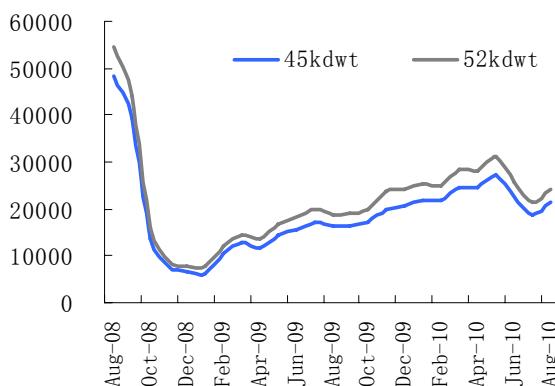
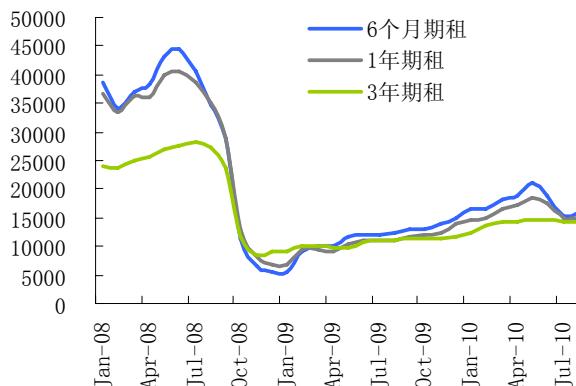


图 52: 小灵便型船舶期租 (单位: 美元/天)



资料来源: clarkson、中投证券研究所。

但船东行为会对市场格局产生根本影响。我们将密切关注拆解和订单取消和延迟情况，即时调整供需形势的预测。

五、盈利预测与投资建议

(一) 盈利预测

在行业供需依然处于调整的过程中，中海发展作为一枝奇葩，其业绩稳定性受到了市场的广泛关注。因此，我们在做盈利预测时进行了如下假设，见表 3 和表 4。

收入与成本假设

1.根据公司公布的运营数据，2010 年 1-9 月煤炭周转量同比降 3.6%，单位运输收入同比增 37.9%。基于四季度煤炭运输需求逐渐提旺，我们假设全年煤炭运输周转量较 2009 年微降 1%，全年运价同比增长 38%。看好 2011 和 2012 年的国内煤炭需求，同时由于 10 年基数较低，假设明后两年增幅分别为 10% 和 5%，运价增幅为 10% 和 8%。

2.2010 年前三季度，其他干散货周转量同比大增 29.8%，单位运输收入同比增 15.4%。同样地，基于旺季效应，我们预测 2010 年全年杂运周转量同比增

长 35%，全年运价同比增 25%，明后两年周转量增幅将达 20%，运价将有 10-15% 的增幅。

3.2010 年前三季度，油品运输周转量同比增 35%，单位运输收入同比降 7.4%。基于四季度对油品需求逐渐增加，我们假设今明后油品需求增速分别为 35%、10% 和 10%，单位运价同比增速分别为 -6%、8% 和 8%。

4.前三季度实现投资收益 1.92 亿元，主要是由于与中国神华能源股份有限公司的合营公司——神华中海航运有限公司的经营规模迅速扩大，经营业绩提升。保守预计今明后该项投资收益均为 2 亿元。

表 4：盈利预测收入假设

	2009	2010E	2011E	2012E
煤炭运输				
营业收入：元	2,852,497,000	3,812,362,241	4,612,958,311	5,231,094,725
周转量：吨海里	56,120,000,000	55,558,800,000	61,114,680,000	64,170,414,000
增长率	-25.16%	-1.00%	10.00%	5.00%
运价：元/吨海里	0.051	0.070	0.077	0.083
增长率	-46.19%	38.00%	10.00%	8.00%
其他干散货				
营业收入	876,220,000	1,478,621,250	2,040,497,325	2,693,456,469
周转量	39,320,000,000	53,082,000,000	63,698,400,000	76,438,080,000
增长率	-21.89%	35.00%	20.00%	20.00%
运价	0.022	0.028	0.032	0.035
增长率	-55.25%	25.00%	15.00%	10.00%
油品运输				
营业收入	4,989,457,000	6,331,620,933	7,521,965,668	8,936,095,214
周转量	126,260,000,000	170,451,000,000	187,496,100,000	206,245,710,000
增长率	21.39%	35.00%	10.00%	10.00%
运价	0.040	0.037	0.040	0.043
增长率	-32.37%	-6.00%	8.00%	8.00%

资料来源：中投证券研究所。

成本方面，燃油费与周转量正相关，假设单位油耗与 2010 年年半年报公布数据一致，为 3.65 千克/千吨公里，并假设节油措施进一步改进，明后两年燃油成本平均为 3.59 千克/千吨公里。结合油价，预测未来三项业务燃油成本如表 5 所示。其他成本相对固定，根据船队规模以及业务量增速，预测如表 6 所示。

表 5：燃油成本假设（单位：亿元）

年份	2010E	2011E	2012E
煤炭	9.19	10.47	11.93
杂运	8.52	10.76	14.21
油运	27.81	32.12	38.33
合计	45.52	53.35	64.47
占总成本的比重	51.56%	49.74%	52.06%

资料来源：中投证券研究所。

表 6: 盈利预测成本假设 (单位: 亿元)

年份	2009	2010E	2011E	2012E
港口成本: 亿元	7.22	7.94	8.34	8.76
增长率	-10.20%	10.00%	5.00%	5.00%
占运输成本比例	10.22%	8.77%	7.57%	6.89%
职工薪酬	12.22	13.44	14.79	16.26
增长率	5.49%	10.00%	10.00%	10.00%
占运输成本比例	17.30%	14.85%	13.43%	12.79%
折旧费	10.50	11.41	20.04	22.67
占运输成本比例	14.87%	12.60%	18.20%	17.83%
润滑油料	1.93	2.12	2.34	2.57
增长率	-14.80%	10.00%	10.00%	10.00%
占运输成本比例	2.73%	2.34%	2.12%	2.02%
保险费	2.37	2.49	2.61	2.74
增长率	-1.30%	5.00%	5.00%	5.00%
占运输成本比例	3.36%	2.75%	2.37%	2.16%
修理费	4.88	5.37	5.90	6.50
增长率	-7.40%	10.00%	10.00%	10.00%
占运输成本比例	6.91%	5.93%	5.36%	5.11%

资料来源: 中投证券研究所。

在上述假设前提下, 公司 2010-2012 年的营业收入分别为 117.87 亿、144.02 亿和 171.60 亿, 年均增长率 24%, 营业成本分别为 90.54 亿、110.09 亿和 127.16 亿, 基本每股收益分别为 0.65、0.76 和 0.99 元。

估值以及投资建议

由于航运业的强周期性导致未来现金流量不确定性较强, 因此不适宜采用 DCF 等绝对估值方法, 我们认为, 在行业复苏及景气时期, 采用 PE 估值, 在行业衰退及低谷时期, 采用 PB 估值, 较为贴合行业特征。

如前所述, 对于目前行业形势的判断, 我们认为行业供需形势在逐步优化, 盈利水平均处于缓步恢复时期, 而且传统旺季的到来, 以及极寒天气的预期, 都会提升公司的价值, 因此采用 PE 结合 PB 估值法较为合理。

由于预计 2010 年净利润同比将增长达 106%, 结合行业形势, 给予公司 25 倍 PE, 2010 年目标价 16.25 元。以行业平均市净率作为 PB 估值倍数, 则目标价格为 14.43 元, 则对应 2010 年 22.2 倍 PE, 给予“推荐”评级。

表 5: A 股和 H 股航运类上市公司估值水平比较

代码	简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB
				TTM	10E	11E	TTM	10E	11E	
行业均值 (整体法)		207.52	76.86	0.08	0.32	0.43	291.86	23.63	17.97	2.27
行业中值		67.69	41.01	0.07	0.22	0.28	37.11	32.37	18.44	2.12
601919	中国远洋	1140.14	241.38	0.06	0.47	0.61	189.43	23.69	18.24	2.53
601866	中海集运	504.71	100.94	(0.16)	0.20	0.28	(26.57)	21.23	15.53	1.91

600026	中海发展	366.33	226.88	0.47	0.65	0.76	22.67	18.57	15.54	1.64	
601872	招商轮船	166.18	166.18	0.16	0.24	0.27	30.63	20.26	17.61	1.70	
600428	中远航运	118.20	118.20	0.21	0.26	0.50	43.60	35.24	17.89	2.66	
600087	长航油运	94.06	48.12	0.07	0.20	0.28	79.48	29.50	20.63	2.12	
002320	海峡股份	86.65	21.73	0.87	0.94	1.26	48.88	44.99	33.67	4.94	
600896	中海海盛	45.23	45.23	0.08	0.12	0.20	99.01	63.36	38.22	1.82	
600798	宁波海运	40.33	25.43	0.07	0.08	0.11	69.77	60.20	42.46	2.13	
000520	长航凤凰	37.11	36.80	(0.38)	0.05	0.30	(14.62)	112.11	18.44	3.81	
600692	亚通股份	30.50	22.11	(0.16)	0.00	0.11	(54.26)	0.00	78.36	6.29	
H股行业中值		97.59	97.59	0.42	0.00	0.00	15.38	0.00	0.00	0.96	
0316	东方海外国际	369.63	369.63	12.09	0.00	0.00	4.96	0.00	0.00	1.05	
1919	中国远洋	197.38	197.38	0.06	0.00	0.00	136.55	0.00	0.00	1.77	
1138	中海发展股份	127.17	127.17	0.42	0.00	0.00	23.36	0.00	0.00	1.52	
0368	中外运航运	107.74	107.74	0.17	0.00	0.00	15.97	0.00	0.00	0.78	
0242	信德集团	97.59	97.59	0.58	0.00	0.00	7.81	0.00	0.00	0.81	
2866	中海集运	97.36	97.36	(0.16)	0.00	0.00	(15.96)	0.00	0.00	1.15	
2343	太平洋航运	92.26	92.26	0.31	0.00	0.00	15.79	0.00	0.00	0.95	
0560	珠江船务	13.58	13.58	0.10	0.00	0.00	15.38	0.00	0.00	0.96	
0269	中国木业	13.42	13.42	(0.00)	0.00	0.00	(23.87)	0.00	0.00	0.92	
0137	金辉集团	11.02	11.02	1.06	0.00	0.00	1.99	0.00	0.00	0.37	
0234	新世纪集团	7.95	7.95	0.03	0.00	0.00	4.81	0.00	0.00	0.80	
0237	安全货仓	5.82	5.82	1.59	0.00	0.00	2.76	0.00	0.00	0.44	

资料来源：Wind，中投证券研究所。

图 53: PE 区间

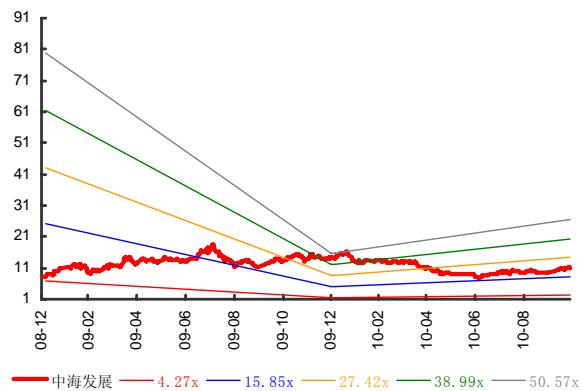


图 54: PB 区间



资料来源：wind 资讯，中投证券研究所。

风险提示：

- 旺季因素带来的需求增速低于预期；
- 船舶交付超预期；
- 全球经济复苏的不确定性。

附：财务预测表

资产负债表				利润表					
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3605	4532	6081	7844	营业收入	8919	11787	14402	17160
现金	2222	3105	4498	6172	营业成本	7262	9054	11009	12716
应收账款	618	589	576	515	营业税金及附加	185	224	274	326
其他应收款	222	236	288	343	营业费用	39	35	43	51
预付账款	141	181	220	254	管理费用	287	236	288	343
存货	350	362	440	509	财务费用	49	170	243	325
其他流动资产	52	59	58	51	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	30324	32396	34665	37299	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1619	2500	2500	2500	投资净收益	89	200	200	200
固定资产	18496	22493	28092	30939	营业利润	1187	2268	2745	3599
无形资产	20	20	20	20	营业外收入	161	210	150	150
其他非流动资产	10189	7383	4053	3840	营业外支出	6	9	7	7
资产总计	33930	36928	40745	45143	利润总额	1342	2469	2888	3742
流动负债	3230	2608	2604	2620	所得税	278	395	433	524
短期借款	541	0	0	0	净利润	1065	2074	2454	3218
应付账款	556	543	550	509	少数股东损益	-0	0	0	0
其他流动负债	2133	2065	2054	2112	归属母公司净利润	1065	2074	2454	3218
非流动负债	9062	10883	12664	14564	EBITDA	2308	3982	5008	6414
长期借款	3229	5014	6814	8714	EPS (元)	0.31	0.61	0.72	0.95
其他非流动负债	5833	5869	5850	5850					
负债合计	12292	13491	15269	17184					
少数股东权益	243	244	244	244					
股本	3405	3405	3405	3405					
资本公积	4128	4128	4128	4128					
留存收益	14327	16061	18100	20581					
归属母公司股东权益	21395	23194	25233	27714					
负债和股东权益	33930	36928	40745	45143					
现金流量表				主要财务比率					
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
经营活动现金流	1902	3494	4339	5749	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1065	2074	2454	3218	成长能力				
折旧摊销	1072	1544	2020	2490	营业收入	-49.2%	32.2%	22.2%	19.1%
财务费用	49	170	243	325	营业利润	-80.3%	91.1%	21.0%	31.1%
投资损失	-89	-200	-200	-200	归属母公司净利润	-80.2%	94.7%	18.3%	31.1%
营运资金变动	-79	-172	-170	-84	获利能力				
其他经营现金流	-116	78	-9	0	毛利率 (%)	18.6%	23.2%	23.6%	25.9%
投资活动现金流	-3563	-3382	-4089	-4924	净利率 (%)	11.9%	17.6%	17.0%	18.8%
资本支出	3744	2702	4289	5124	ROE(%)	5.0%	8.9%	9.7%	11.6%
长期投资	-75	880	0	0	ROIC(%)	3.5%	7.0%	8.0%	9.8%
其他投资现金流	106	200	200	200	偿债能力				
筹资活动现金流	1950	771	1144	849	资产负债率 (%)	36.2%	36.5%	37.5%	38.1%
短期借款	-237	-541	0	0	净负债比率 (%)	37.19%	43.10%	49.87%	55.37%
长期借款	-2300	1785	1800	1900	流动比率	1.12	1.74	2.33	2.99
普通股增加	0	0	0	0	速动比率	1.01	1.60	2.17	2.80
资本公积增加	7	0	0	0	营运能力				
其他筹资现金流	4479	-473	-656	-1051	总资产周转率	0.28	0.33	0.37	0.40
现金净增加额	279	883	1393	1673	应收账款周转率	14	20	25	31
					应付账款周转率	13.39	16.48	20.13	24.01
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.31	0.61	0.72	0.95
					每股经营现金流 (最	0.56	1.03	1.27	1.69
					每股净资产 (最新摊	6.28	6.81	7.41	8.14
					估值比率				
					P/E	45.88	23.56	19.91	15.18
					P/B	2.28	2.11	1.94	1.76
					EV/EBITDA	24	14	11	9

资料来源：中投证券研究所。

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡，中投证券研究所建材行业首席分析师，管理学硕士，4 年行业从业经验，6 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司：海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434