

**2010年12月16日**

白冰洋

bingyang\_bai@e-capital.com.cn

目標價(元)

12.50

**公司基本資訊**

產業別	航運		
A股價 (10/12/15)	10.32		
上證綜合指數 (10/12/15)	2911.41		
股價 12個月高/低	15.99/7.93		
總發行股數 (百萬)	3404.55		
A股數 (百萬)	2108.55		
A流通市值 (億元)	212.96		
主要股東	中國海運(集團) 總公司 (46.36%)		
每股淨值 (元)	6.57		
股價/帳面淨值	1.54		
一個月	三個月	一年	
股價漲跌(%)	-6.35	3.41	-29.51

**近期評等**

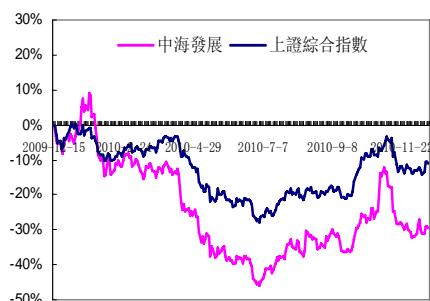
出刊日期 前日收盤 評等

**產品組合**

石油運輸	54.76%
煤炭運輸	31.20%
其他	14.02%

**機構投資者占流通A股比例**

QFII	0.53%
基金	1.14%
券商集合理財	0.95%
一般法人	74.86%

**股價相對大盤走勢**

**中海發展 (600026.SH)**
**Buy 買入**
**寒冷天氣來襲，刺激煤運、油運量價齊升，建議逢低買入**
**結論與建議：**

公司以煤炭和油品運輸為主業，貢獻利潤八成以上。預計2010、2011年淨利潤分別為20.71億元和21.91億元，EPS為0.61元和0.64元，PE分別為17倍和16倍。前期運價低迷，公司股價回調已充分反映，我們看好短期寒冷天氣影響促進北煤南運及全球油運市場旺盛帶來的交易機會。長期來看，隨著經濟回暖和與大客戶的戰略合作加強，有利於公司搶佔兩大類運輸市場份額，確保業績持續向好，給予逢低買入的投資建議。

- **煤炭、油品運輸並舉、沿海、遠洋市場兼顧：**公司煤炭和油品運輸收入占營收80%以上。內貿運輸、外貿運輸各自貢獻收入的35%和65%。其中內貿運輸以沿海煤炭運輸為主，外貿運輸以油運為主。兼顧兩類貨品和國內國際兩個市場有利於公司分散單一市場經營風險。
- **煤炭運輸向好——短期受益旺季和寒冬、長期受益經濟增長與大客戶合作機制：**公司煤炭運輸以燃煤為主，往往受寒冷天氣影響出現需求暴增。長期來看，公司堅持與大客戶戰略合作，進一步拓展在沿海煤運市場份額，預計未來年均運量增幅在15%-20%。沿海散貨運價將重回上升趨勢，公司盈利能力將持續向好，預計未來兩年平均漲幅在10%以上。
- **油運需求回升——受益於需求回升及均衡的船隊結構：**隨著天氣轉冷，工業和基礎民生對油品需求逐步提高。長期來看，中國作為能源大國，國內油品需求持續增長。同時公司積極推動與大客戶戰略合作，這些都將奠定公司油運業務增長良好基礎，預計未來兩年運量平均增幅在10%-15%。近期運價已較9月底回升20%以上，預計未來一季度運價仍有20%左右上漲空間。
- **公司未來幾年盈利增長持續向好——**預計2010、2011年淨利潤分別為20.71億元和21.91億元，EPS為0.61元和0.64元，2010、2011年PE分別為17倍和16倍。前期運價低迷，公司股價回調已充分反映，我們看好四季度旺季業績靚麗表現及來年一季度散貨、油運市場量價齊升帶來的交易機會。長期來看，經過經濟危機，公司今年業績增勢明顯，未來業績進入長期上升通道確定，給予逢低買入的投資建議。

**接續下頁**

年度截止 12月 31日		2007	2008	2009	2010F	2011F
純利 (Net profit)	RMB百萬元	4596	5373	1065	2071	2191
每股盈餘 (EPS)	RMB元	65.85%	16.90%	-80.18%	94.48%	5.82%
同比增減	%	1.382	1.578	0.313	0.608	0.644
每股盈餘 (EPS)	RMB元	65.85%	14.21%	-80.19%	94.48%	5.82%
A股市盈率(P/E)	X	7.47	6.54	33.00	16.97	16.04
股利 (DPS)	RMB元	0.50	0.30	0.06	0.12	0.12
股息率 (Yield)	%	4.84%	2.91%	0.58%	1.12%	1.19%

## 營運分析

### 一、穩健經營——煤炭、油品運輸並舉；沿海、遠洋市場兼顧

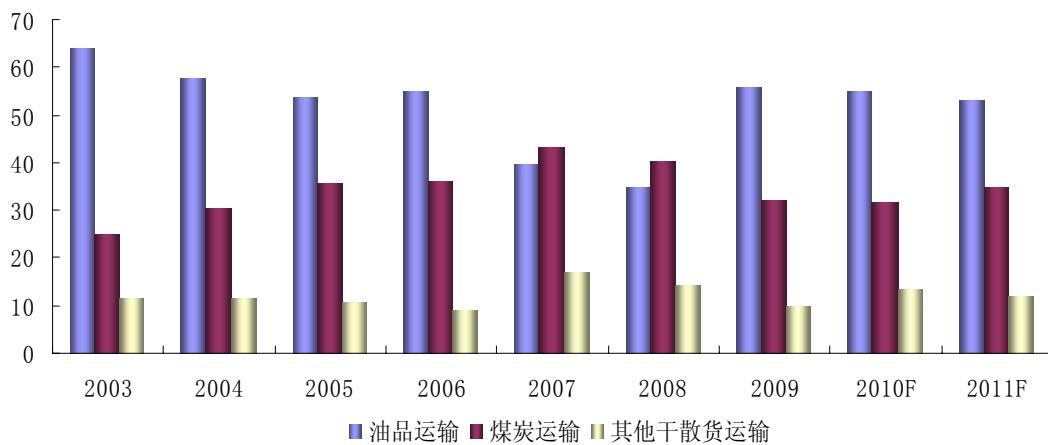
**煤炭、油品運輸創造公司八成以上利潤**

公司業務涉及油品、幹散貨兩個大類運輸，其中煤炭和油品運輸收入占營收80%以上。同時，公司兼顧國內沿海、國際遠洋兩個市場，各自貢獻收入的35%和65%。油品和煤炭作為能源產品具有一定需求剛性，而兼顧國內國際兩個市場有利於公司分散單一市場經營風險。

沿海煤炭、油品運輸具有較大優勢，均居市場份額前列；煤炭、油品運輸在其中貢獻平分秋色。外貿運輸市場上，油品運輸為主導，貢獻這一市場65%的收入和利潤。

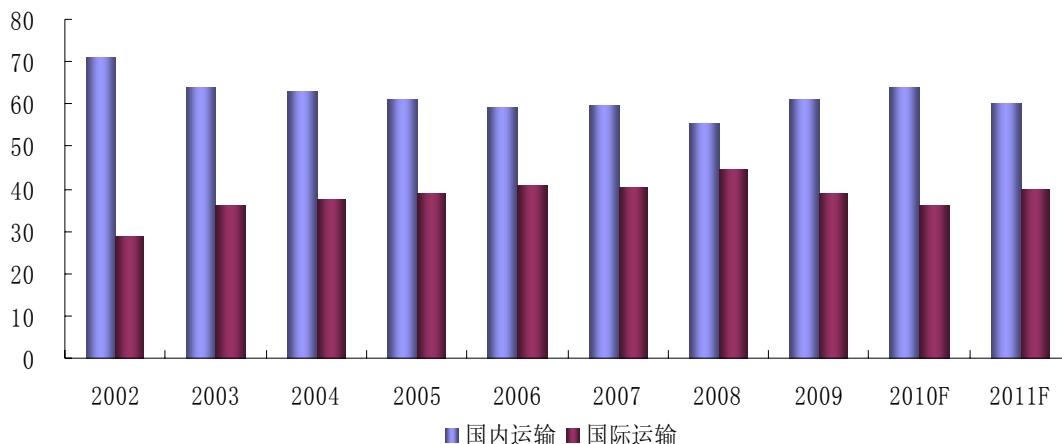
從公司長遠運力佈局來看，散貨船運力未來2-3年增長較快，將促進散貨業務收入占比提高3-5個百分點。同時，公司近年來大力拓展遠洋市場，外貿收入占比有望在未來穩定提升。煤炭、油品運輸並舉，沿海、遠洋市場兼顧，公司利用不同貨類、不同市場此消彼長的變化，在多元化經營中謀求穩定發展和成長。

圖表一、主要運輸貨類收入占比(%)



資料來源：公司資料，群益證券整理

圖表二、內外貿收入占比(%)



資料來源：公司資料，群益證券整理

**煤炭需求增長基礎：短期受益旺季和寒冬需求、長期受益經濟增長與大客戶合作機制**

## 二、煤炭運輸需求向好——短期受益旺季和寒冬需求、長期受益經濟增長與大客戶合作機制

### 1. 短期來看，煤炭運輸需求受極端天氣影響較大

#### 1> 煤炭交易中占比較大的燃煤需求受天氣影響較大

煤炭主要可分為焦煤與燃煤：焦煤多用來煉鋼，需求主要來自於鋼廠；燃煤則多用來發電，需求則是主要來自於電廠。相較焦煤需求來說，發電為基礎民生需求，故燃煤受經濟景氣影響相對較小，受冷暖季節居民用電需求影響較大。就我國能耗特點而言，以燃煤佔比較大，約佔 60%以上，焦煤則佔 30%左右，故整體煤炭需求受天氣影響對運價形成影響。

#### 2> 公司煤炭運輸以燃煤為主，極端天氣往往刺激需求和運價表現

公司堅持穩定經營，歷年與大客戶簽訂 COA 包運合同，運量約占散貨運量的 90%，客戶主要是國內大型國有企業，包括中國神華、華能集團等，其中燃煤運量約占 COA 合同運量的 90%。入冬以來，隨著天氣漸冷，一方面隨著極端氣候出現，用電需求將會爆增，另一方面運力壓港等事件時有發生，造成運力偏緊；雙重因素刺激運價表現，為公司次年 COA 合同運價談判奠定基礎，同時刺激股價表現。

### 2. 長期來看，經濟增長及大客戶合作戰略支撐需求向好、市場份額提高

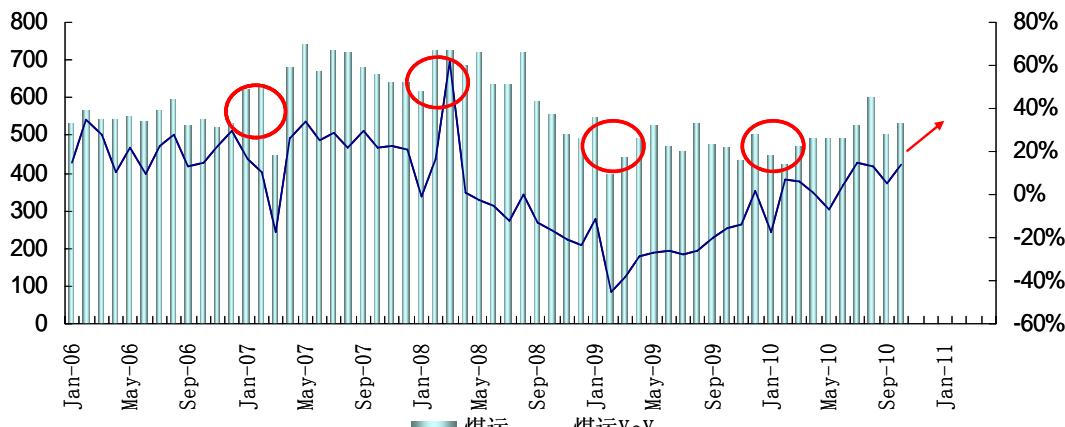
#### 1> 經濟增長支撐煤炭需求持續增長

回顧過去十年，隨著經濟增長，我國能源消費增長強勁，如果以原煤來計，2000-2010 年十年間，我國煤炭消費量從 13 億噸增至 33 億噸，實現了前者是低基數下的高速增長。長期來看，隨著節能減排，雖然煤炭占比將從目前 70%左右的水準降至 60%左右，但基礎能源的地位不會發生改變，預計未來十年將實現高基數下的緩步增長。國家煤炭工業“十二五”規劃思路初步預測，2015 年我國煤炭需求 35-38 億噸，全國煤炭需求總量仍將保持增長態勢。

#### 2> 積極推動大客戶合作戰略，支撐公司煤運市場份額進一步提高

從公司近年發展特點來看，與大客戶戰略合作進一步加強。除了原有的 COA 包銷合同外，積極與大客戶建立聯營公司，分享航運市場蛋糕，分擔市場風險和收益是公司未來繼續作大作強沿海煤運市場份額的成功之道。預計未來兩年公司在沿海煤運市場份額將逐步從現在的 25%左右提高到 30%-35%，貨運量將增長 15%-20%。

圖表三、2006.01-2010.10 年煤炭運量月度變化圖



資料來源：公司資料，群益證券整理

**配合需求增長，煤炭業務消化  
新增運力、創造利潤有保障**

### 三、配合需求增長，公司散貨船運力增長較快

#### 1.未來兩年實際運力年均增長約在 20%

截至三季報，公司散貨船隊運力 482 萬載重噸，占國內船隊規模的比重約 10%，年底還將有 2 艘新船交付，預計年底時散貨運力約為 511 萬載重噸。為了配合公司以煤炭運輸為主，鐵礦石等運輸為輔的散貨業務發展要求，公司近年散貨船隊運力將有較大幅度增長。截至 12 月 15 日，根據最新公佈的散貨船訂單情況，不考慮淘汰老舊船隻的情況測算，未來 2 年運力增幅將在 40%以上；如果考慮老舊船隻處理及租賃等對運力的消減及新船交付時間影響，實際運力增幅亦在 20%左右。

#### 2.結盟大客戶經營方式及小型船占比高確保運力快速增長下保持供需平衡

由於公司經營採取的是 COA 包銷合同方式及與大客戶聯營經營，因此公司運力增長是適應業務拓展需要的，相對於其他自由攬貨的公司，需求有較強的保障，盲目擴張運力過剩造成的經營風險相對較小。

公司船隊結構以靈便型（包括大靈便型和小靈便型）為主，預計年底時運力占比約在 70%。未來幾年占比將有所減少，但仍將保持 50%以上份額。未來幾年巴拿馬船型占比將相對穩定，而鐵礦砂船相對增長較快，主要為滿足鋼鐵企業大客戶

“國貨國運”的需求增長。在目前國內外散貨運輸市場剛剛走出穀底的情況下，這種船型結構具有較強的靈活性，一方面中小型船舶可部分代替超大型船舶運輸，另一方面可以運輸小貨種散雜貨，降低運營風險。

**圖表四、公司 2009-2013 年散貨船舶運力變化（預測數根據新船訂單編制）**

	2009	2010E	2011F	2012F	2013F
<b>艘數</b>	101	110	130	163	167
YoY	-8.18%	8.91%	18.18%	25.38%	2.45%
<b>載重噸（萬）</b>	380	511	774	1,135	1,154
YoY	-4.54%	34.39%	51.60%	46.63%	1.69%
<b>平均船齡（年）</b>	19.8	17.5	15.7	13.3	14.0

注：2009-2012 年運力為各自年底時運力

資料來源：公司資料，群益證券整理

### 四、沿海散貨運價將重回上升趨勢，公司盈利能力將持續向好

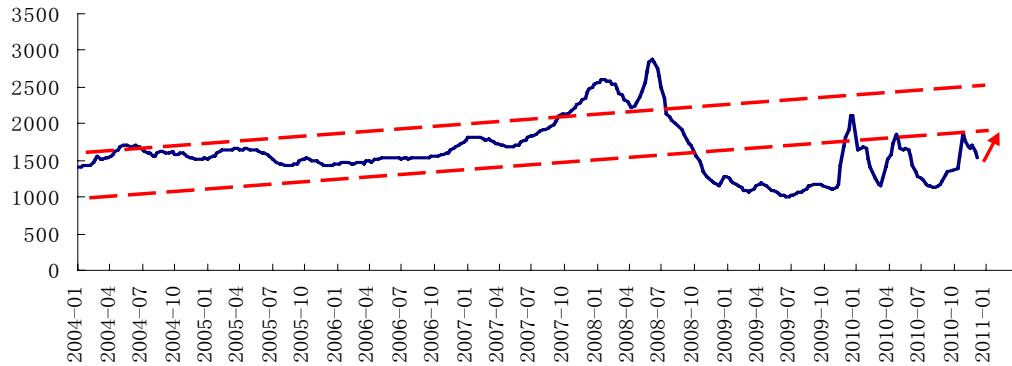
#### 1.沿海散貨運價將重回上升趨勢

短期來看，對通脹的預期及南方大部分天氣雨雪降溫天氣，使得電廠及貿易商將加緊儲煤，沿海煤炭運輸需求將走旺，將促進海運費持續回調。長期來看，沿海散貨運價隨著經濟增長一直呈上升趨勢。由於 2009 年金融危機這種極端經濟情況的幹擾，運價大幅下滑。但危機過後經濟逐漸回暖和增長，將推動運價重回上升通道，預計未來兩年平均漲幅在 10%以上。

#### 2.公司盈利能力將持續向好

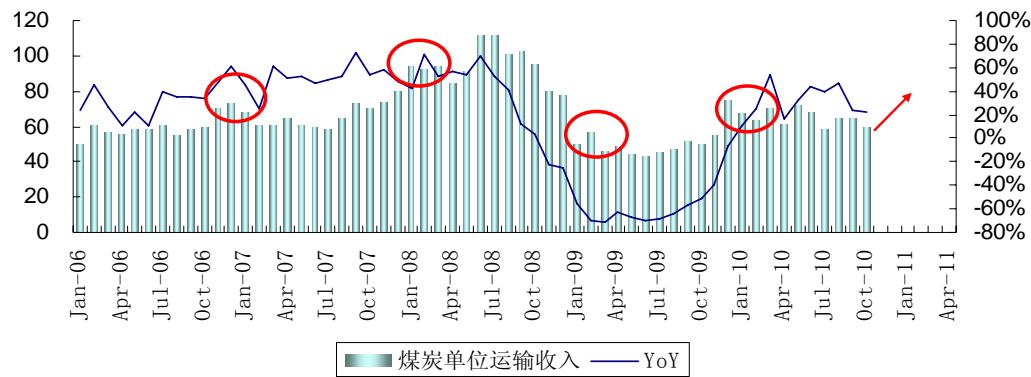
從年初以來散貨運輸市場恢復情況來看，運價回升是大部分航商扭虧為盈或實現盈利增長的主要原因。結合運量來看，往往運輸旺季形成量價齊升格局。短期來看，隨著近期極端天氣可能造成需求猛增，運價上調，四季度到明年一季度公司業績有望持續向好。長期來看，雖然公司新增運力較多，但有 COA 合同的運力保障及運價長期間向好趨勢奠定基礎，盈利能力有望延續向好勢頭，增幅在 15%-20%。

圖表五、CBFI 沿海散貨運價指數歷年變化圖（2003.01-2010.11）



資料來源：中華航運網，群益證券整理

圖表六、公司煤炭業務單位運輸收入變化圖（2006.01-2010.10）



資料來源：公司資料，群益證券整理

## 五、遠洋油品運輸景氣向上

**油品運輸業務需求增長基礎：**  
油品在能源需求中不可替代的  
重要作用及大客戶合作的經營  
方式

### 1. 短期來看，運輸需求受極端天氣影響較大

進入四季度以來，隨著天氣轉冷，工業和基礎民生對油品需求逐步提高。隨著12月份天氣漸冷，寒冷侵襲北半球多處地區，歐洲千年極寒一說又有所抬頭。加之美元的量化寬鬆，都可能導致貿易商、能源商對油品需求提升。

### 2. 長期來看，中國作為能源大國，國內油品需求持續增長

截至2010年11月，我國原油進口量持續大增，月度進口量屢創歷史新高，一到三季度原油進口量分別為5668萬噸、6128萬噸和6319萬噸，前三季度原油進口量YoY增長24%。究其原因，一方面經濟復蘇帶動各個行業需求回暖，再者，隨著我國汽車保有量不斷增長（目前，中國機動車保有量1.99億，包含8500多萬輛汽車，YoY同比增幅約在15%）。預計未來幾年，推動我國能源需求增長的上述兩大因素仍然成立，特別是汽車保有量的不斷攀升，將進一步推動原油需求的增長。預計2010年原油需求增幅在20%以上，2011年由於基期資料較高，增幅將放緩。

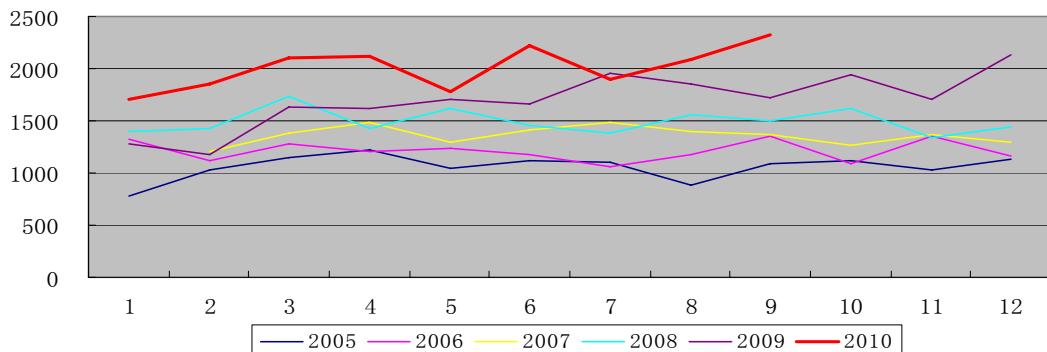
### 3. 積極推動大客戶合作戰略，支撐公司搶佔市場份額

從公司近年發展特點來看，與大客戶的戰略合作在進一步加強。依賴與國內石油巨頭簽訂保底合同，分擔市場風險和收益，保障了公司經營的一定穩定性。而在市場回暖時，保底合同之外的運輸需求，便能更充分享受市場景氣帶來的好處。這是公司長期以來在油品運輸市場上兼顧風險與收益的經營策略。

### 4. “國油國運”的逐步實施是助推公司油運業務增長又一動力

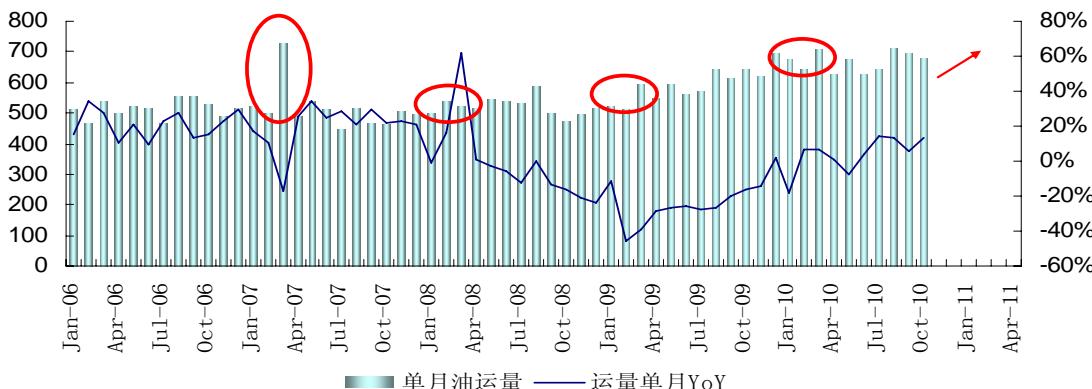
“國油國運”宣導多年，近年來隨著國內主要航運企業運力的快速增長和投放，這一目標已逐步實現。預計2010年“國油國運”份額將達到40%-45%，已接近50%的份額，未來幾年更將逐步達到60%-70%。中海發展依賴與中石化、中石油、中海油的良好合作和自身不斷增強的船隊運力優勢，將有望獲取20%-25%的市場份額。

圖表七、原油進口量月度變化圖（2005.01-2010.11）



資料來源：Wind，群益證券整理

圖表八、2006.01-2010.10 年油品運量月度變化圖



資料來源：公司資料，群益證券整理

## 六、公司運力結構均衡，業績將在穩健經營中增長

### 1. 國際油運市場運力逐步向好，有助運價回升

2010年單殼油輪較大規模的拆卸，對運力市場具有一定積極影響。從各季度情況看，由於部分儲油超大油輪在三季度投入市場，造成短期內運力結構失衡。但我們認為以下因素將有利於四季度到明年一季度運力結構恢復平衡：1>需求旺季到來，有效運力相對過剩情況將大為緩解；2>美元一段時間內持續量化寬鬆導致包括油品在內大宗商品價格飆升，部分運力將重回儲油市場。長期來看，由於運輸安全需要及油運市場前期低迷，較大規模的油輪拆解仍有希望繼續，從而抵消部分新增運力對市場結構失衡帶來的壓力，並且隨著景氣復蘇，整個市場運力結構將逐步優化，從失衡走向均衡。

### 2. 公司運力結構均衡，有利於分散經營風險，受益各油運子市場回暖

截至三季報，公司油運船隊運力599萬載重噸，是國內最大的運輸船隊之一，年底還將有3艘新船交付，預計年底時散貨運力約為668萬載重噸。相對於煤炭散貨運輸COA合同的占比較高，油運COA合同占比約在10%-15%。因此未來幾年，

公司將致力於油輪船隊優化，避免運力過剩帶來的經營風險。

公司油輪船隊結構較為均衡，VLCC 占比近 50%，阿弗拉占比近 10%，巴拿馬占比 20%，MR 占比超 20%。而其他同業，比如招商輪船側重原油運輸，VLCC 船隊占比約 80%；長航油運 VLCC 船隊、MR 船型平分秋色，占比各自超 40%。這種結構的優勢在於不同規模的船型各占一定比例可以有效對沖單一船型的經營風險。蘇伊士型船、埃弗拉和巴拿馬型船是原油和成品油兼用船，因此可以根據原油、成品油市場不同的需求狀況靈活調配運力，最大限度分享各油運子市場需求旺盛帶來的收益。因此，均衡的船型結構有助於降低運營風險。

**圖表九、公司 2009-2013 年油運船舶運力變化（預測數根據新船訂單編制）**

	2009	2010E	2011F	2012F	2013F
<b>艘數</b>	101	63	70	73	81
YoY	10.53%	11.11%	4.29%	10.96%	0.00%
<b>載重噸（萬）</b>	509	668	691	729	729
YoY	40.51%	31.28%	3.41%	5.56%	0.00%
<b>平均船齡（年）</b>	8.9	8.1	8.7	8.7	10.7

注：2009-2012 年運力為各自年底時運力

資料來源：公司資料，群益證券整理及預測

## 七、需求回升、運力結構優化將促使油品運價步入上升通道趨勢

### 1.近期受益於傳統旺季，原油、成品油運價已初步回調

**油運行業運價回升奠定公司油運業績持續上升基礎**

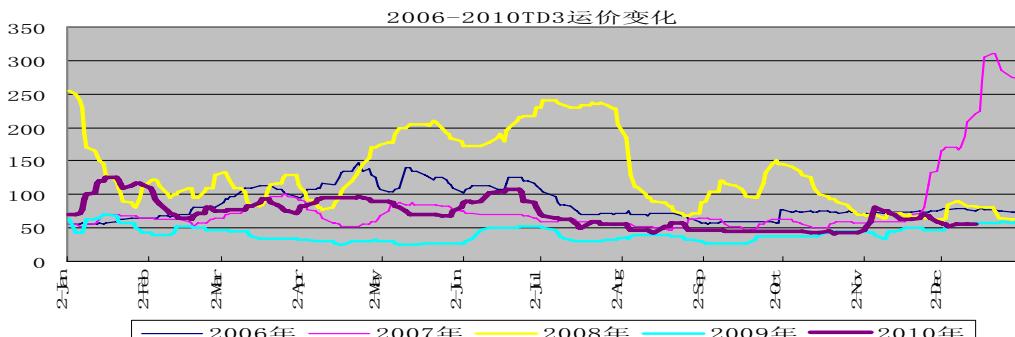
由於三季度運力結構失衡，運價指數環比二季度大幅回落，特別是 VLCC TD3 WS 指數，環比回落約 40%，BDTI 指數則環比回落約 20%。進入四季度以來，各油運子行業運價已初步回升，其中 VLCC TD3 指數回升約 20%，BDTI 運價指數回升 25%，BCTI 運價指數回升近 30%。

### 2.隨著近期極端天氣來襲，各油運子行業運價有望繼續上升

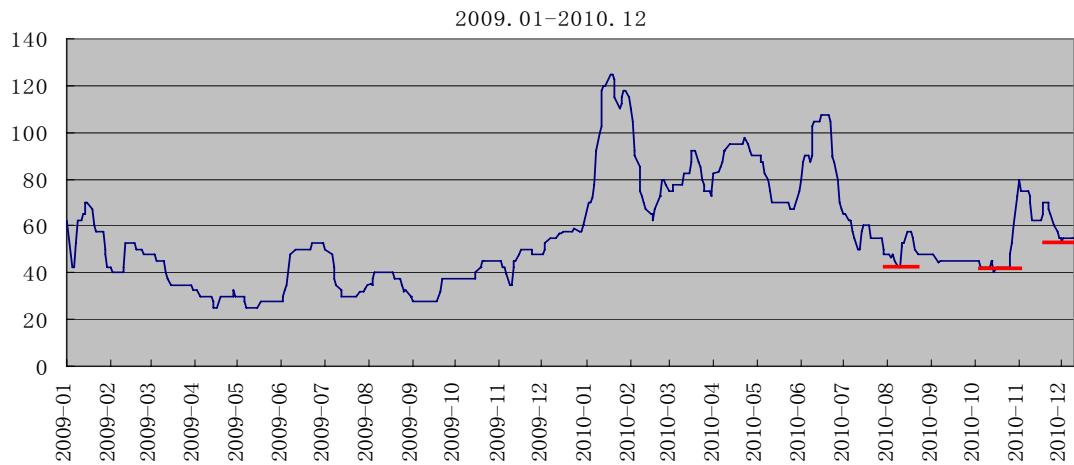
預計 2010 年年底到 2011 年一季度，隨著需求回升和運力結構如前所述的調整，運價水準將繼續攀升，環比來看，VLCC 船隻前期運力結構失衡最為嚴重，旺季到來，運價反彈幅度將最大，指數有望增長 30%，而 BDTI 指數有望回升 10%-20% 以上。成品油運輸市場之前低迷時間最久，因此在此輪運價反彈中漲幅最大，預計四季度 BCTI 指數仍有 20% 左右漲幅。

長期來看，經歷了 2009 年行業谷底，2010 年業績大幅改善後，未來經濟恢復和增長的確定性加大，預計 2010 年全年運價 YoY 增長 50% 以上，2011 年增長 10%-20%。運價進入長期向上空間確定，將有利於公司營收、利潤逐步恢復和增長。

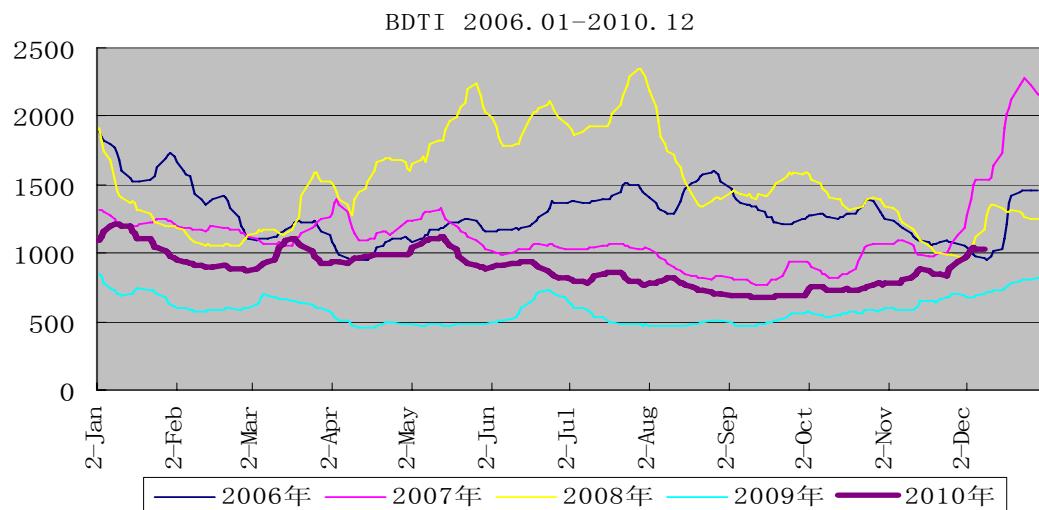
**圖表十：VLCC TD3 WS Index-1：**



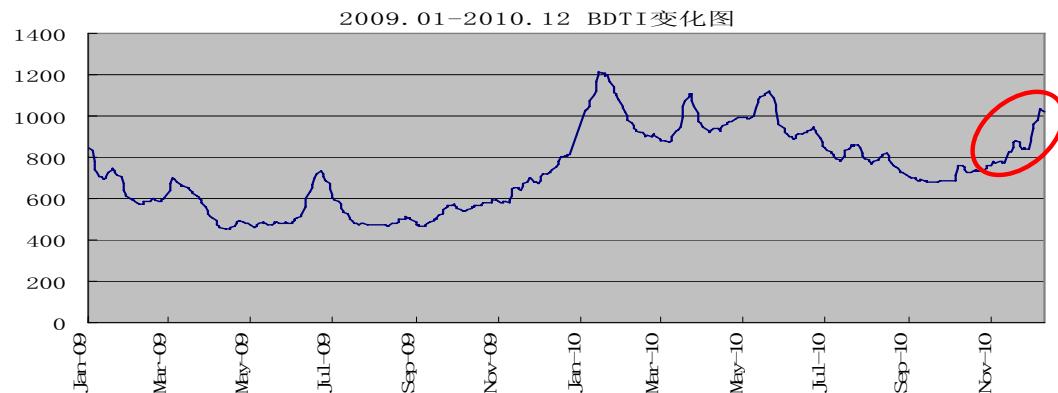
資料來源：BLOOMBERG，群益證券整理

**圖表十一：VLCC TD3 WS Index-1**


資料來源：BLOOMBERG，群益證券整理

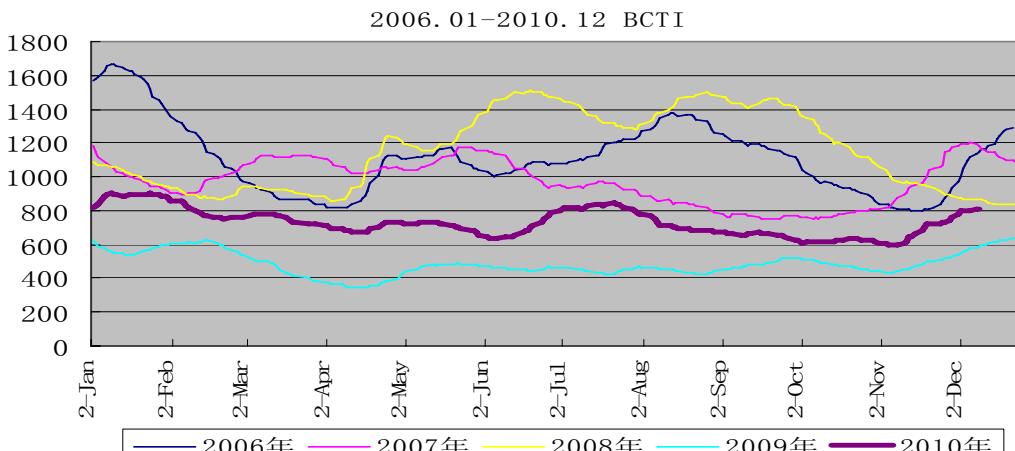
**圖表十二：BDTI Index-1：**


資料來源：BLOOMBERG，群益證券整理

**圖表十三：BDTI Index-2：**


資料來源：BLOOMBERG，群益證券整理

**圖表十四：BCTI Index-1：**



資料來源：BLOOMBERG，群益證券整理

圖表十五：BCTI Index-2：



資料來源：BLOOMBERG，群益證券整理

### 盈利預測

短期來看，2010年底到2011年隨著天氣轉冷，歐洲、北美、亞洲等多個國家和地區遭遇嚴寒回驅動油品及煤炭需求大增，帶來兩個大類運輸市場的量價齊升。對公司近期業績和股價表現形成驅動。

長期來看，煤炭和石油依然是主要的能源。隨著經濟回暖，雖然受到節能減排影響，增長可能放緩，但仍將保持增長。具體到公司業務來看，由於堅持與大客戶的戰略合作，有利於公司搶佔兩大類運輸市場份額，從而確保煤運、油運業績的持續向好。

預計2010、2011年淨利潤分別為20.71億元和21.91億元，EPS為0.61元和0.64元，2010、2011年PE分別為17倍和16倍。前期運價低迷，公司股價回調已充分反映，我們看好四季度旺季業績靚麗表現及來年一季度散貨、油運市場量價齊升帶來的交易機會。長期來看，經過經濟危機，公司今年業績增勢明顯，未來業績進入長期上升通道確定，給予逢低買入的投資建議。

預期報酬(Expected Return; ER)為準，說明如下：

強力買入 StrongBuy ( $ER \geq 30\%$ )；買入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

賣出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ )；強力賣出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

**附一：合并損益表**

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
營業收入	12687	17562	8919	11772	14351
經營成本	7339	11115	7262	9063	11058
營業稅金及附加	247	332	185	259	285
銷售費用	37	38	39	47	54
管理費用	165	257	287	259	298
財務費用	195	62	49	176	246
資產減值損失	9	100	0	0	0
投資收益	160	548	89	200	230
營業利潤	4953	6023	1187	2168	2639
營業外收入	429	422	161	120	138
營業外支出	4	12	6	5	6
利潤總額	5378	6343	1342	2283	2771
所得稅	782	1057	278	502	578
少數股東損益	0	3	0	2	2
歸屬於母公司所有者的淨利潤	4596	5373	1065	2071	2191

**附二：合并資產負債表**

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
貨幣資金	1080	1858	1859	2812	3935
應收賬款	559	785	941	1130	1220
存貨	286	272	286	300	324
流動資產合計	2420	3141	3330	3529	3812
長期股權投資	1167	1633	1796	2012	2173
固定資產	14226	13622	17028	19582	21149
在建工程	5744	11436	10521	9259	9166
無形資產	5	14	12	12	11
資產總計	23607	29928	33264	37587	40594
流動負債合計	1712	1834	2567	2978	3276
非流動負債合計	5725	6546	7855	8798	9678
負債合計	7438	8380	10422	11776	12953
少數股東權益	98	194	218	240	264
股東權益合計	16170	21548	22841	25811	28392
負債及股東權益合計	23607	29928	33264	37587	41345

**附三：合并現金流量表**

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
經營活動產生的現金流量淨額	5602	6049	2178	2569	3083
投資活動產生的現金流量淨額	-6967	-6133	-2787	-2174	-2630
籌資活動產生的現金流量淨額	1999	894	429	558	669
現金及現金等價物淨增加額	634	810	-180	954	1123

1

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群證益券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券@持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券@。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。