

中海发展 (600026.SH) 水上运输行业

评级: 持有 维持评级

公司研究

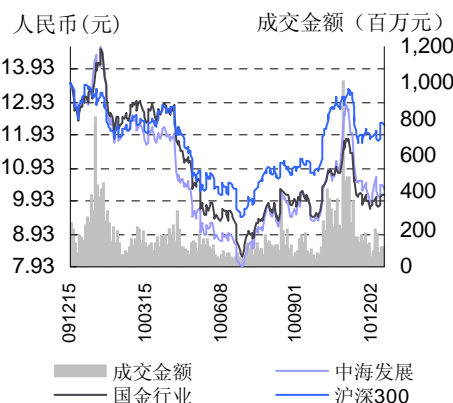
市价 (人民币): 10.32 元

稳定内贸, 布局远洋

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,108.55
流通港股(百万股)	1,296.00
总市值(百万元)	35,134.98
年内股价最高最低(元)	14.60/7.93
沪深 300 指数	3247.64
上证指数	2911.41



公司基本情况 (人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	1.578	0.313	0.576	0.640	0.833
每股净资产(元)	6.27	6.28	6.81	7.24	7.79
每股经营性现金流(元)	1.78	0.56	0.65	1.20	1.56
市盈率(倍)	5.16	45.88	18.05	16.26	12.48
行业优化市盈率(倍)	8.85	15.31	15.31	15.31	15.31
净利润增长率(%)	16.90%	-80.18%	84.18%	11.02%	30.32%
净资产收益率(%)	25.16%	4.98%	8.46%	8.84%	10.69%
总股本(百万股)	3,404.55	3,404.55	3,404.55	3,404.55	3,404.55

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **煤炭业务以内贸为主, 来自于货主的竞争将加剧:** 公司内贸煤炭运输收入占总收入的 29%, 90%的内贸煤运量有年度合同锁定运量和运价, 未来增长依赖于运量的增加。但考虑到未来货主的运力扩张, 公司面临的竞争也将加剧, 市场份额以及议价能力有下降的风险;
- **国内原油运输市场份额第一, 运力增速减缓:** 公司拥有全国最大的内贸原油运输船队, 市场份额稳占全国的 60%。内贸原油运输是直接由交通部定价定量, 未来运量增长将与公司内贸原油运力匹配。公司原油运力的大幅扩张在 2011 年将基本完成, 后续增速将有所减缓;
- **国油国运助公司扩张远洋原油运输业务:** 预计公司 VLCC 船队在十二五期间将增加至 16-18 条, 运力复合增长率约为 8%。我们认为明年原油油轮供需情况恶化, 运价在去年的基础上小幅下跌, 预计公司远洋原油运输业务的盈利在运量增加的情况下将与今年基本持平;
- **低风险策略进军外贸散货市场:** 公司远洋散货船队 (主要为 VLOC) 在 2012 年底将占整体散货运力的 50%。未来 VLOC 船舶以与货主签订长期合同获得固定回报的运营方式为主, 不受未来运价波动的影响。公司未来内外贸的散货船队也将主要用这种与货主合作的策略扩张运力;

盈利预测及估值

- 我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.58、0.64 和 0.83 元, 2010-2012 年净利润复合增长率为 20.3%, 对应 2010/11 年 PE 分别为 17.9 和 16.1 倍, 预计 2010 年股息率为 2%;

投资建议

- 由于公司大部分业务均有 COA 锁定运价及运量, 因此公司的业绩弹性将是国内航运公司里最小的。油轮及干散货船型供需关系恶化, 预计明年远洋散货和油品运输价格将在去年的基础上持平或小幅下跌, 公司盈利的大幅好转仍需等待, 目前估值处于合理区间, 维持“持有”评级;

风险

- 明年沿海煤运 COA 合同运价价格高于预期;
- VLCC 运价持续在盈亏平衡点以下, 拆解大量增加使供需改善;

李光华 联系人
(8621)61038319
ligh@gjzq.com.cn

黄金香 分析师 SAC 执业编号: S1130210070001

内容目录

盈利预测及说明	4
重要假设	4
投资收益预测	5
估值与投资建议	6
盈利预测及估值	6
投资建议	7
风险提示	8
公司概况	9
业务分析	10
干散货运输业务：稳定内贸，进军远洋	10
油品运输业务：沿海油品运输之王	16
LNG 业务：1-2 年内难以贡献利润	20
附录：三张报表预测摘要	23

图表目录

图表 1：公司收入、成本及毛利预测	4
图表 2：公司周转量预测	5
图表 3：公司单位运价预测	5
图表 4：公司主要投资收益预测	6
图表 5：投资收益在 2010 年大幅增长	6
图表 6：A 股上市航运公司估值比较	7
图表 7：目前公司 PE 水平处于合理区间	7
图表 8：历史上中海发展的股价与 BDI 的相关性较高	8
图表 9：公司 2010 年 1-6 月收入结构	9
图表 10：公司油轮运力集中于 2010-2011 年投放	10
图表 11：VLOC 是公司未来散货运力的增长点	10
图表 12：公司各船型船龄结构 - 散货运力船龄较大	10
图表 13：BPI 和沿海煤炭运价指数走势比较接近	11
图表 14：进口煤炭弥补了需求的增量，影响内贸运输需求	11
图表 15：内贸散货平均运价恢复至 07 年水平	12
图表 16：受运量下降拖累，收入仍低于 2007 年	12
图表 17：干散货供需预测 - 2010 年至 2011 年是运力增长的高峰	12
图表 18：中国注册的船舶订单结构 - 货主参与运输环节将导致竞争加剧	13
图表 19：竞争加剧，公司内贸散货运输量仍低于 07 年水平	13
图表 20：中海发展与已近与多家货主建立的合资	14

图表 21: 深能一号散货船在澳大利亚搁浅	14
图表 22: 预计 2011-2012 年的投资收益将同比增长 78%和 38%	15
图表 23: 公司 VLOC 投放计划以及预计收益	15
图表 24: 淡水河谷自有运力在未来两年高速增长	16
图表 25: 淡水河谷运力投产后将对中国-巴西航线竞争产生重大影响	16
图表 26: 2010 年上半年公司油运业务收入结构	17
图表 27: 内贸油品运输价格基本稳定	17
图表 28: 运力投放带动运量明显增加	17
图表 29: 05-08 年内贸油运收入基本稳定, 09 年开始随运量明显增加	18
图表 30: 油轮运力在 2010 年基本完全投放完毕, 后续增量有限	18
图表 31: 原油油轮供需表	19
图表 32: 外贸油运价格波动剧烈, 近期触及历史低位	20
图表 33: 运力增加和国油国运支撑运量增长	20
图表 34: 公司外贸油品运输业务收入受运价拖累明显减少	20
图表 35: 中国从 2007 年开始成为天然气的净进口国	21
图表 36: 中国天然气人均的消费量处于极低的水平	21

盈利预测及说明

重要假设

- 油轮和干散货市场在 2011 年仍处于投放高峰，供需关系将较 2010 年有所恶化。由于需求恢复，运价将不会像 08-09 年那样大幅下跌，但我们预计明年均价仍将略低于今年。2012 年开始供需关系开始好转，加上全球经济将开始加速好转，预计运价开始有所恢复，但过多的供给仍需时间消化，因此运价提升将较为缓慢；
- 沿海散货竞争激烈，在全球散货运力过剩的前提下，运价提升的可能和空间非常有限，我们预计明年内贸煤炭运输价格与今年持平；

图表1：公司收入、成本及毛利预测

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
航运收入（百万元）	9053.1	12394.5	15354.0	8718.0	11747.0	13782.5	15928.4
	6%	37%	24%	-43%	35%	17%	16%
油运	5356.6	4924.3	5994.0	4990.0	6469.2	7526.3	8770.6
YoY	16%	-8%	22%	-17%	30%	16%	17%
- 内贸	2161.8	2004.0	2156.0	2545.0	3260.1	3767.6	4419.4
YoY	1%	-7%	8%	18%	28%	16%	17%
- 外贸	3194.7	2920.3	3838.0	2445.0	3209.1	3758.7	4351.2
YoY	29%	-9%	31%	-36%	31%	17%	16%
煤运	2806.0	5324.2	6872.0	2852.0	3557.9	4300.7	4859.2
YoY	-6%	90%	29%	-58%	25%	21%	13%
- 内贸	2574.5	4804.0	6689.0	2601.0	3313.7	4018.7	4557.2
YoY	-9%	87%	39%	-61%	27%	21%	13%
- 外贸	231.5	520.2	183.0	283.6	244.2	282.1	302.1
YoY	33%	125%	-65%	55%	-14%	16%	7%
杂运	890.5	2146.0	2488.0	876.0	1519.9	1755.5	2098.6
YoY	-4%	141%	16%	-65%	74%	16%	20%
- 内贸	268.6	504.0	572.0	296.0	455.0	525.5	607.0
YoY	20%	88%	13%	-48%	54%	16%	16%
- 外贸	621.9	1642.0	1916.0	580.0	1064.9	1229.9	1491.6
YoY	-12%	164%	17%	-70%	84%	16%	21%
营业成本（百万元）	-5,916.7	-7,329.3	-9,142.2	-7,062.1	-8,920.3	-10,547.1	-11,869.3
YoY	15%	24%	25%	-23%	26%	18%	13%
燃油成本	-2,589.0	-2,955.7	-3,971.7	-2,670.2	-3,598.0	-4,251.4	-4,727.0
YoY	33%	14%	34%	-33%	35%	18%	11%
港口成本	-586.0	-678.6	-856.5	-722.4	-863.3	-955.1	-1,094.6
YoY	21%	16%	26%	-16%	20%	11%	15%
职工薪酬	-495.4	-892.8	-1,161.2	-1,222.1	-1,405.4	-1,475.7	-1,549.5
YoY	-26%	80%	30%	5%	15%	5%	5%
折旧费	-977.0	-1,000.9	-1,016.7	-1,050.4	-1,609.8	-2,327.3	-2,887.3
YoY	6%	2%	2%	3%	53%	45%	24%
修理费	-402.0	-456.4	-526.8	-487.9	-561.0	-645.2	-709.7
YoY	-8%	14%	15%	-7%	15%	15%	10%
其他成本	-867.4	-1,344.8	-693.6	-689.3	-682.8	-692.5	-701.4
YoY	23%	55%	-48%	-1%	-1%	1%	1%
- 船舶出租			-915.7	-219.8	-200.0	-200.0	-200.0
YoY				-76%	-9%	0%	0%
毛利	3136.4	5065.2	6211.8	1655.9	2826.7	3235.4	4059.1
YoY	-7%	61%	23%	-73%	71%	14%	25%
毛利率	35%	41%	40%	19%	24%	23%	25%

来源：国金证券研究所

图表2：公司周转量预测

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
运输周转量 (10亿吨海里)	170.9	216.4	229.3	221.7	267.5	314.8	348.9
	8%	27%	6%	-3%	21%	18%	11%
油运	91.3	97.2	104.0	126.3	165.1	197.5	219.1
	14%	6%	7%	21%	31%	20%	11%
-内贸	19.2	16.5	18.1	19.5	25.0	28.3	32.5
	-1%	-14%	10%	8%	28%	13%	15%
-外贸	72.1	80.7	85.9	106.8	140.1	169.2	186.6
	19%	12%	6%	24%	31%	21%	10%
煤运	52.7	81.3	75.0	56.1	53.8	62.2	67.1
	-7%	54%	-8%	-25%	-4%	16%	8%
-内贸	44.1	73.6	71.3	48.8	47.9	55.3	59.7
	-11%	67%	-3%	-31%	-2%	16%	8%
-外贸	8.6	7.7	3.7	7.3	6.0	6.9	7.4
	29%	-10%	-52%	96%	-18%	16%	7%
杂运	27.0	37.9	50.3	39.3	48.5	55.1	62.7
	19%	40%	33%	-22%	23%	14%	14%
-内贸	4.0	8.0	7.7	6.9	8.8	9.2	9.7
	21%	100%	-4%	-11%	28%	5%	5%
-外贸	23.0	29.9	42.7	32.5	39.7	45.9	53.0
	19%	30%	43%	-24%	22%	16%	16%

来源：国金证券研究所

图表3：公司单位运价预测

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货运量 (百万吨)	130.2	159.9	156.9	150.6	162.9	180.2	196.7
	-2%	23%	-2%	-4%	8%	11%	9%
油运	61.8	59.9	61.3	71.2	81.2	91.0	100.7
	6%	-3%	2%	16%	14%	12%	11%
-内贸	37.6	34.6	35.0	38.1	46.5	51.2	58.8
	1%	-8%	1%	9%	22%	10%	15%
-外贸	24.2	25.3	26.4	33.0	34.7	39.9	41.9
	15%	4%	4%	25%	5%	15%	5%
煤运	54.3	81.0	76.1	57.9	57.9	63.7	68.7
	-15%	49%	-6%	-24%	0%	10%	8%
-内贸	51.7	78.2	74.9	54.8	54.8	60.3	65.1
	-17%	51%	-4%	-27%	0%	10%	8%
-外贸	2.6	2.8	1.1	3.1	3.1	3.4	3.6
	53%	9%	-60%	175%	0%	10%	5%
杂运	14.1	19.0	19.5	21.5	23.8	25.5	27.3
	22%	35%	3%	10%	11%	7%	7%
-内贸	9.1	13.3	11.7	13.4	14.0	14.7	15.5
	20%	46%	-13%	15%	5%	5%	5%
-外贸	5.0	5.7	7.9	8.2	9.8	10.8	11.8
	25%	14%	39%	3%	20%	10%	10%

来源：国金证券研究所

投资收益预测

- 2010-2012 年上海时代航运和神华中海航运的运力均有明显扩张，由于是货主船队，因此运量将同步上涨，净利润率在规模效益的带动下增加 1-2%；

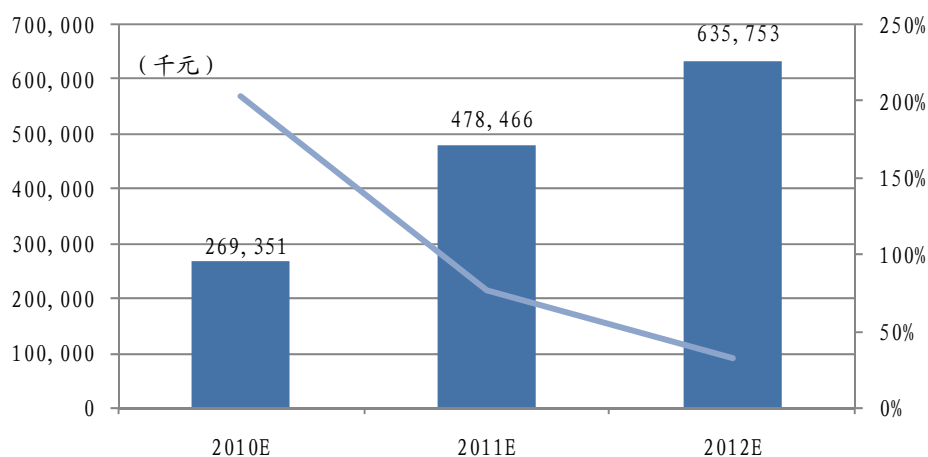
图表4: 公司主要投资收益预测

运力 (千DWT)	2009	2010E	2011E	2012E	收入 (千元)	2010H1	2010E	2011E	2012E
上海时代航运	1,091	1,602	1,647	2,086	上海时代航运	738,436	1,512,250	1,824,470	2,096,260
YoY		47%	3%	27%	YoY			21%	15%
神华中海航运	326	498	498	498	神华中海航运	1,435,158	3,087,651	3,732,160	3,732,160
YoY		53%	0%	0%	YoY			21%	0%
上海友好航运	60	60	60	60	上海友好航运	70,033	140,066	140,066	140,066
YoY		0%	0%	0%	YoY			0%	0%
华海石油运销	NA	81	81	81	华海石油运销	73,310	146,620	146,620	146,620
YoY		NA	0%	0%	YoY			0%	0%
合计	1,477	2,241	2,286	2,725	合计	2,316,937	4,886,586	5,843,317	6,115,106
YoY		52%	2%	19%	YoY			20%	5%
净利润 (千元)	2010H1	2010E	2011E	2012E	投资收益	2010H1	2010E	2011E	2012E
上海时代航运	49,309	105,857	164,202	209,626	上海时代航运	24,655	52,929	82,101	104,813
YoY			55%	28%	YoY			55%	28%
神华中海航运	158,642	339,642	447,859	485,181	神华中海航运	77,735	166,424	219,451	237,739
YoY			32%	8%	YoY			32%	8%
上海友好航运	2,948	5,896	5,896	7,003	上海友好航运	1,474	2,948	2,948	3,502
YoY			0%	19%	YoY			0%	19%
华海石油运销	1,050	2,100	2,932	4,399	华海石油运销	525	1,050	1,466	2,199
YoY			40%	50%	YoY			40%	50%
合计	211,949	453,495	620,890	706,209	合计	104,388	223,351	305,966	348,253
YoY			37%	14%	YoY			37%	14%

来源: 国金证券研究所, 公司资料

- 另外每艘新的 VLOC 将贡献约 2300 万的投资收益, 到 2010 年底公司将有 4 艘 VLOC, 预计 2011 年将有 5 艘新船投放, 2012 年有另外 5 艘投放。我们预计这部分 VLOC 将为公司在 2010-2012 年贡献投资收益 0.46、1.73 和 3 亿元;

图表5: 投资收益在 2010 年大幅增长



来源: 国金证券研究所, 公司资料

估值与投资建议

盈利预测及估值

- 预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.58、0.64 和 0.83 元, 同比增长 84.2%、11%和 30.3%, 2010-2012 年复合增长率为 20.3%;

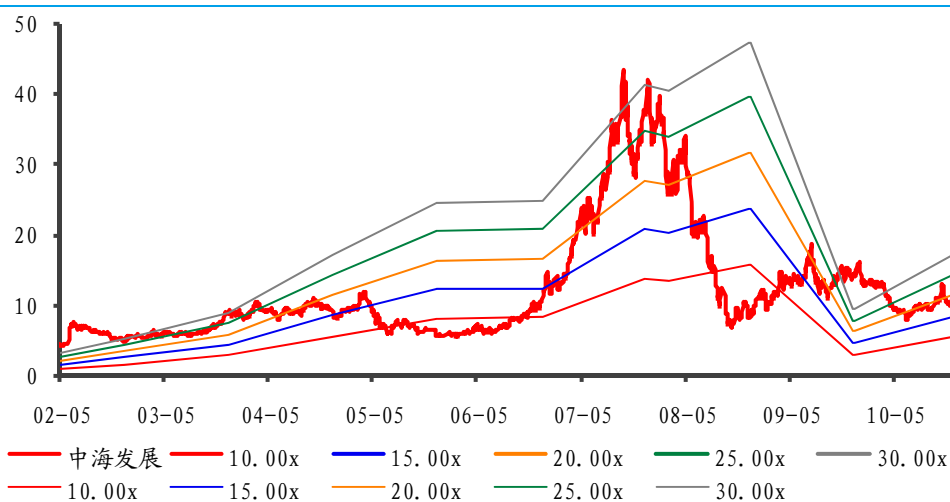
- 公司 2010/2011 年 PE 为 17.9 和 16.1 倍，2010 年 PB 为 1.52 倍，均处于行业的中端；
- 公司过去 4 年的平均股利分配率为 31%，以此计算今年的股息率约为 2%，位居上市航运公司之首；

图表6: A 股上市航运公司估值比较

证券简称	总市值(亿元)	2010 EPS	2011 EPS	2010 PE	2011 PE	2010 PB
中海集运	500	0.314	0.409	13.63	10.46	1.72
中国远洋*	1018	0.580	0.660	17.17	15.09	2.26
招商轮船	150	0.225	0.236	19.46	18.53	1.37
长航油运	87	0.127	0.148	42.43	36.25	1.89
中远航运	106	0.226	0.478	35.88	16.97	2.33
中海发展	351	0.576	0.640	17.88	16.11	1.51
平均				24.41	18.90	1.85

来源：国金证券研究所，聚缘，*市场一致预期

图表7: 目前公司 PE 水平处于合理区间

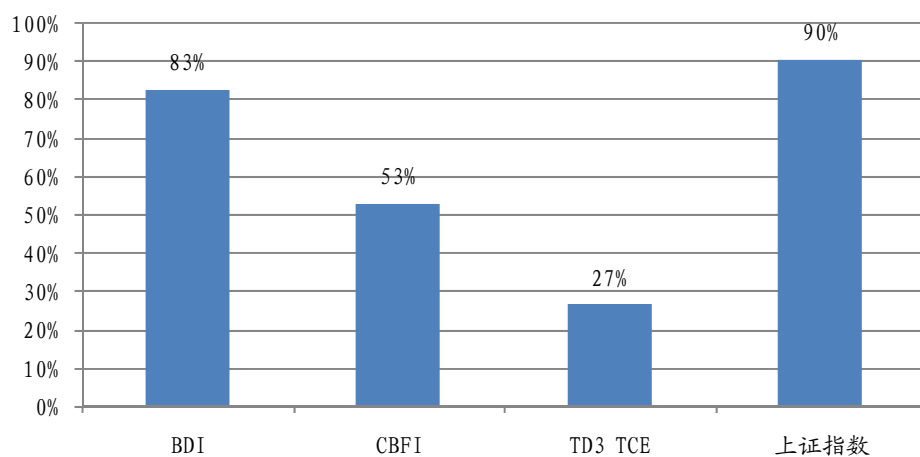


来源：国金证券研究所，WIND

投资建议

- 由于大部分业务均由 COA 锁定运价及运量，因此公司的业绩弹性将是国内航运公司里最小的。由于油轮及干散货船型供需关系恶化，预计明年散货和油品运输价格将在今年的基础上持平或小幅下跌，公司盈利全面恢复仍需等待，维持“持有”评级；

图表8: 历史上中海发展的股价与 BDI 的相关性较高



来源：国金证券研究所，聚缘，Clarkson

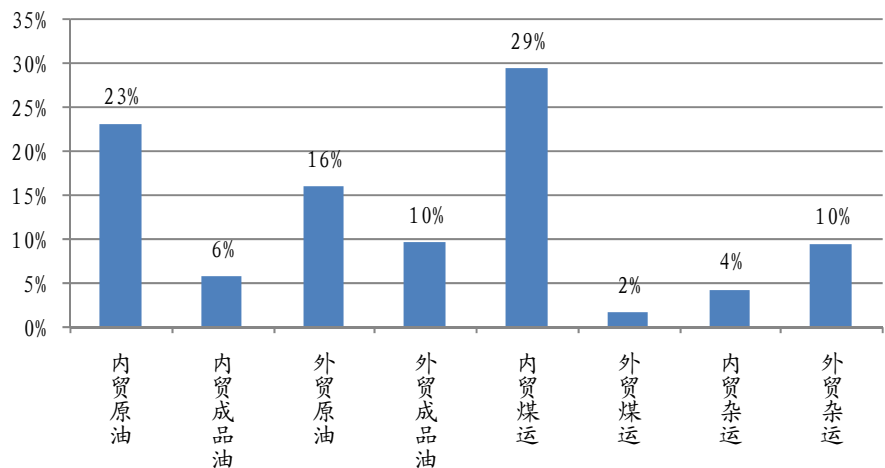
风险提示

- 明年沿海煤运 COA 合同运价价格高于预期;
- VLCC 运价持续在盈亏平衡点以下，拆解大量增加使供需改善;

公司概况

- **国内最大的沿海航运公司。**中海发展目前主营业务为沿海的煤炭和油品运输，相对于专注于远洋运输的航运公司，沿海运输有 COA 合同锁定运价，因此中海发展的业绩更为稳定。根据公司 2010 年中报显示，其内贸煤运所占的市场份额为 23%（包括合营公司的运量），内贸油运市场份额则维持在 60%；
- **公司在稳定内贸业务的同时，积极拓展远洋运输。**中海发展远洋散货和油品船舶的订单将在近两年大量投放，新增主要是散货的 VLOC 船型和原油的 VLCC 船型。公司未来投放的 VLCC 船队将基本按照市场定价，因此该部分业绩的弹性将大幅增加。随着 VLCC 船队规模的加大，公司的业绩波动也将随之增加；
- **积极与货主签订运输合同，保证运量的增长和稳定运价。**公司已经与多家货主签订合资公司，随着合资公司于近两年开始投入运营，预计未来公司投资收益将有明显的增加。由于公司并不持有绝对控股权，因此我们担心公司未来的议价能力有限。但由于有货主参与，合资公司也具备一定的抗风险性，在市场不景气的时期能得到货主的货量支持，获得超越市场的盈利水平；

图表9：公司 2010 年 1-6 月收入结构



来源：国金证券研究所，公司资料

- **远洋散货运力将大幅增加。**公司原有运力以油运为主，其中 VLCC 运力占比接近一半。但后续运力增量主要来自于散货的 VLOC（30 万吨的超大型矿砂船），预计到 2012 年底，VLOC 的运力将占公司散货运力的一半，公司的散货运力将超过油品运力的规模；
- **未来两年运力投放后平均船龄将有所降低。**维持合理的船龄有利于公司稳定船舶成本和运力规模，公司有部分船舶将在未来 2 年内退役，新船的加入将弥补这部分运力的缺口；

图表10: 公司油轮运力集中于2010-2011年投放

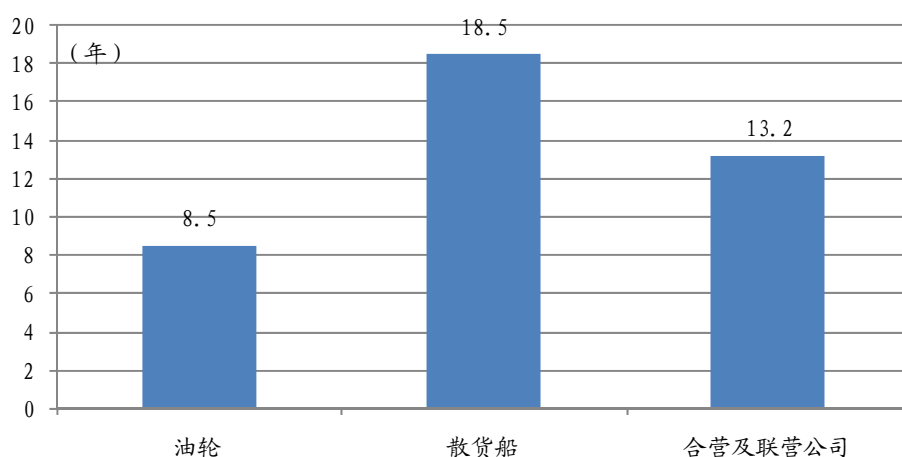
	2009	2010E	2011E	2012E
VLCC	238.57	359.77	359.77	359.77
		51%	0%	0%
Panamax	103.21	133.61	156.41	156.41
		29%	17%	0%
Aframax	40.79	40.79	40.79	40.79
		0%	0%	0%
Handysize	124.13	136.73	136.73	155.93
		10%	0%	14%
合计	506.70	670.90	693.70	712.90
YoY		32%	3%	3%

来源: 国金证券研究所, 公司资料

图表11: VLOC是公司未来散货运力的增长点

	2009	2010E	2011E	2012E
VLOC	0.00	92.00	274.00	382.00
			198%	39%
Panamax	62.86	78.06	86.79	125.19
		24%	11%	44%
Handymax	207.92	164.49	136.59	124.21
		-21%	-17%	-9%
Handysize	107.46	131.62	165.38	182.12
		22%	26%	10%
合计	378.25	466.17	662.76	813.52
		23%	42%	23%

图表12: 公司各船型船龄结构 - 散货运力船龄较大



来源: 国金证券研究所, 公司资料

公司散货船舶的平均船龄较大, 预计公司将需要持续新建船舶以替换即将退役的运力;

业务分析

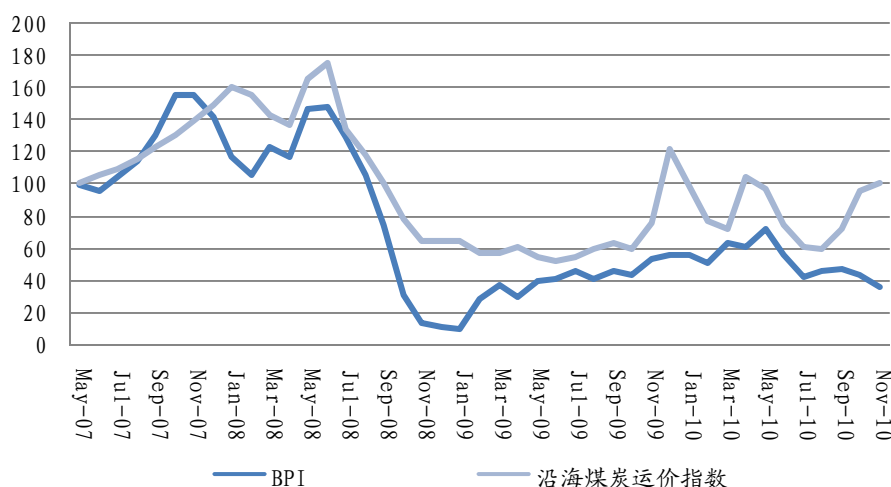
干散货运输业务: 稳定内贸, 进军远洋

- 公司内贸煤炭运输业务占 2010 年上半年收入比例为 29%, 是公司单项收入占比最大的业务。该项业务主要与货主签订年度的 COA 合同, 合同签订后年内波动幅度极小;
- 公司占内贸煤炭运输中超过 20% 的市场份额。公司无论在规模和运营经营上均有显著的优势, 这是国内其他中小船公司和单船公司无法媲美的, 具备超越行业平均的竞争能力;
- 内贸散货运输的运价趋势与 BDI 接近, 但时间略微滞后。从供给方看, 如我们上文所述, 内贸运力会随着外贸运价的波动而变化, 有部分运力是游走于国内与国外的市场, 当远洋运价上涨时, 这部分运力将选择盈利水平更高的航线放弃沿海市场, 反之亦然。而从需求方来看, 内贸煤炭运输需求也会随着国际煤炭价格波动。当国内煤炭丧失价格优势, 进口煤炭量将大幅增加, 减弱内贸煤炭的运输需求;
- 其他因素如国内需求突然增加和天气情况导致塞港 (如 10 月的运价上涨) 均可能影响沿海运价的短期走势, 但由于内贸利润的好转将使部分运力回流参与竞争, 因此如果没有 BDI 上涨的支持, 内贸价格难以走出独立的行

情，这也是为什么中海发展股价与 BDI 的相关如此之高的原因（BDI 的上涨最终将传导至沿海煤炭运价）；

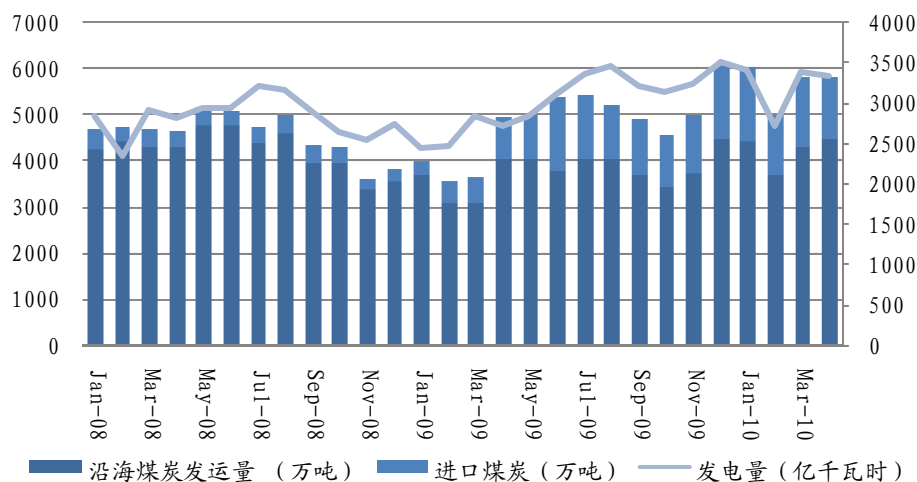
图表13: BPI 和沿海煤炭运价指数走势比较接近

沿海运价受 BPI 影响较大，但往往反应滞后。主要原因是 BPI 上涨使外贸运输回报水平提升，内贸船舶将出海“觅食”，导致内贸运力紧缺，刺激即期运价上涨；



来源：国金证券研究所，Bloomberg，上海航运交易所，*2007年5月为100点

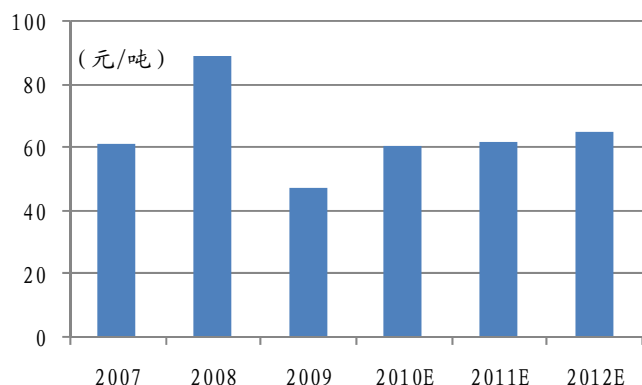
图表14: 进口煤炭弥补了需求的增量，影响内贸运输需求



来源：国金证券研究所，Bloomberg

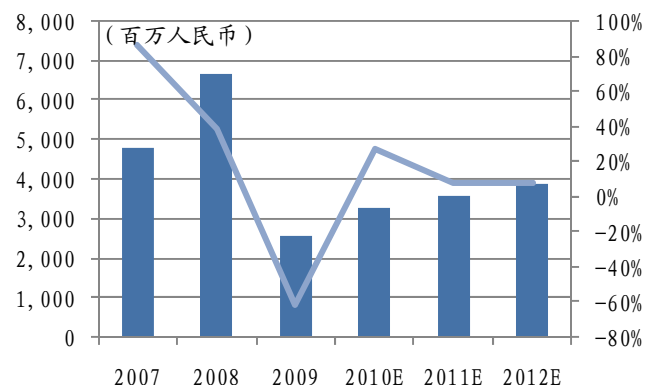
- 全球运力供给增长过快抑制运价进一步上涨。**若远洋干散货运价持续低迷，部分插有中国国旗的运力将返回沿海市场，而全球干散货运力供过于求的情况在短时间内无法解决，因此将间接影响内贸的运输价格。我们认为在竞争加剧的情况下，远洋散货运价的低迷将抑制内贸运价的上涨。我们预计明年的 COA 合同价格将与今年基本持平（上涨 0-5%），该部分业务的收入将随着运量小幅增加；

图表15: 内贸散货平均运价恢复至07年水平



来源: 国金证券研究所, 公司资料

图表16: 受运量下降拖累, 收入仍低于2007年



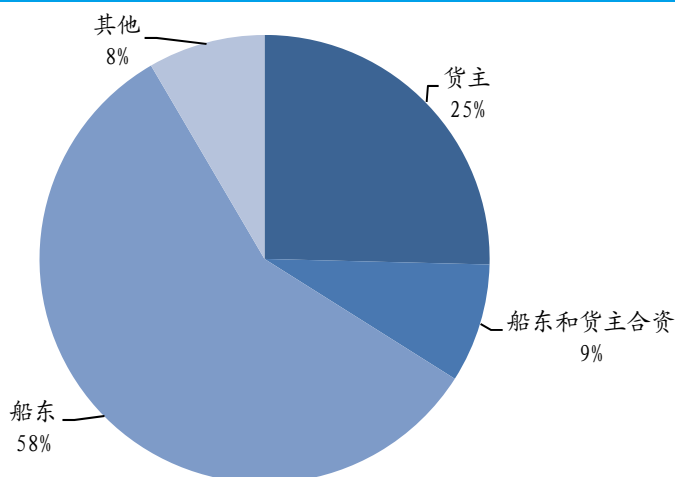
图表17: 干散货供需预测—2010年至2011年是运力增长的高峰

需求 (百万吨)	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
铁矿石	723	783	843	851	911	1002
同比	10%	8%	8%	1%	7%	10%
煤炭	729	772	795	776	846	888
同比	6%	6%	3%	-2%	9%	5%
谷物	292	305	319	314	323	336
同比	7%	4%	5%	-2%	3%	4%
铁铝氧石	79	84	86	81	84	88
同比	1%	6%	2%	-6%	4%	5%
磷矿石	30	32	31	28	29	30
同比	-3%	7%	-3%	-10%	3%	4%
5种主要干散货种	1853	1976	2074	2050	2193	2345
同比	7%	7%	5%	-1%	6%	7%
其他干散货	952	987	988	936	973	1022
同比	6%	4%	0%	-5%	4%	5%
合计	2,805	2,963	3,062	2,986	3,167	3,367
运距变化	0.9%	0.6%	0.6%	0.2%	0.3%	0.5%
需求同比增速	7.7%	6.2%	3.9%	-2.3%	6.3%	6.8%
供给 (百万载重吨)						
年初运力	344.9	368.2	392.3	417.4	459.6	511.3
+在手订单	26.0	24.6	24.2	68.1	110.4	83.3
-延迟订单				21.9	28.8	17.7
-取消订单				3.4	34.3	26.0
+去年延迟				7.3	14.5	18.7
=有效新加运力	26.0	24.7	24.3	32.6	61.7	58.4
拆解量	-1.8	-0.4	-5.1	-9.6	-10.0	-15.0
年底运力	369.1	392.4	417.4	459.6	511.3	554.7
加权运力同比增速	7.2%	7.2%	6.3%	8.3%	10.7%	9.8%

来源: 国金证券研究所, Clarkson

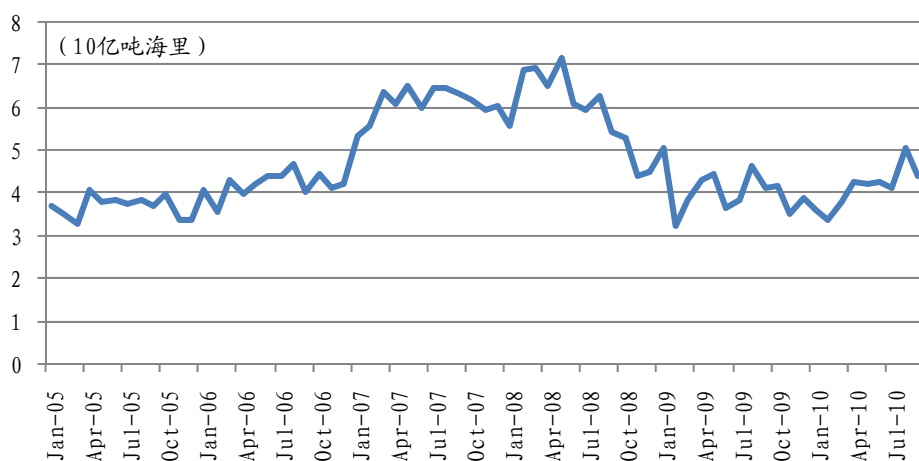
- 货主直接参与运输环节导致竞争加剧。虽然沿海运输仅开放给插中国国旗的船舶经营, 减少了外籍船舶的影响, 但国内市场格局的变化或将导致竞争加剧, 而我们认为这一变化并不仅仅来自于沿海运力的高增长, 更多的是货主由于有长期的运输需求, 他们的涉足将减少船东 (非货主) 的市场份额, 导致船东之间的竞争加剧。而船价在低位徘徊, 因此货主现在有足够的订船理由 (未来船舶的资本增值以及较低的固定成本);

图表18: 中国注册的船舶订单结构 - 货主参与运输环节将导致竞争加剧



来源: 国金证券研究所, Clarkson, *统计巴拿马以下级别的散货运力

图表19: 竞争加剧, 公司内贸散货运输量仍低于07年水平



来源: 国金证券研究所, 公司资料

- 未来公司运营趋势将以货主和船公司成立合资公司为主。公司未来发展策略为与货主展开合作成立合资公司, 保持市场份额和稳定运价。在货主利用船舶价格大幅下跌抄底, 并进入沿海市场的同时, 公司利用其自身的运营经验和规模效应与货主成立合资公司将稳定其市场份额的最佳方案。即使牺牲了部分的议价能力, 但在市场不景气的时期仍能保持运价的稳定和盈利。在货主方面, 与船东合作可以避免如“深能一号”在澳大利亚触礁搁浅此类事件的发生;

图表20: 中海发展与已近与多家货主建立的合资

公司名称	持股	2010H1收入(千元)	2010H1净利润(千元)	备注
上海时代航运有限公司	50%	738,436	49,309	华能电力集团持有上海时代航运50%股权, 主营内贸煤炭运输;
上海友好航运有限公司	50%	70,033	2,948	上海电力燃料有限公司持有上海友好航运50%股权, 主营内贸煤炭运输;
华海石油运销有限公司	50%	73,310	1,050	中国石油销售有限责任公司持有华海公司50%股权, 主营内贸油品运输;
神华中海航运有限公司	49%	1,435,158	158,642	预计2010-2013年累计增资总额约为人民币46亿元, 其中本公司按股比出资约为人民币22.5亿元;
广州发展航运有限公司	50%	97197.3	9,909	2010 年上半年, 广发航运完成货运量90 万吨, 2011 年后形成600 万吨/年的自有运力规模;

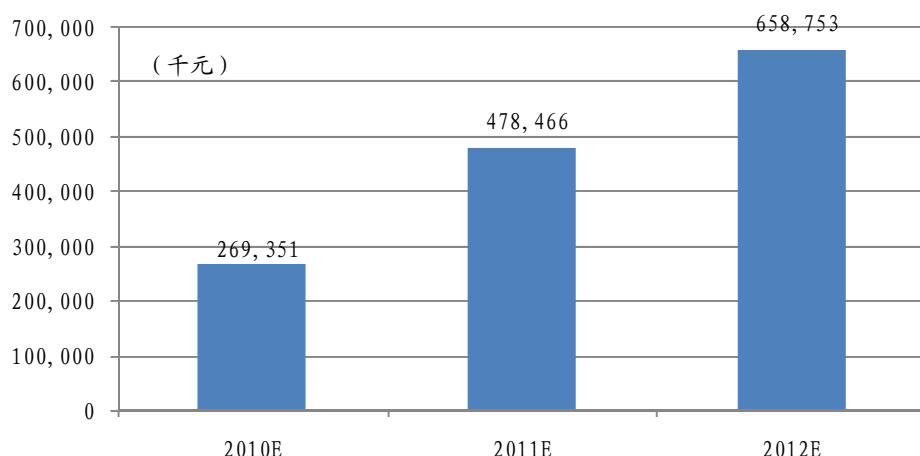
来源: 国金证券研究所, 公司资料

图表21: 深能一号散货船在澳大利亚搁浅



来源: 国金证券研究所

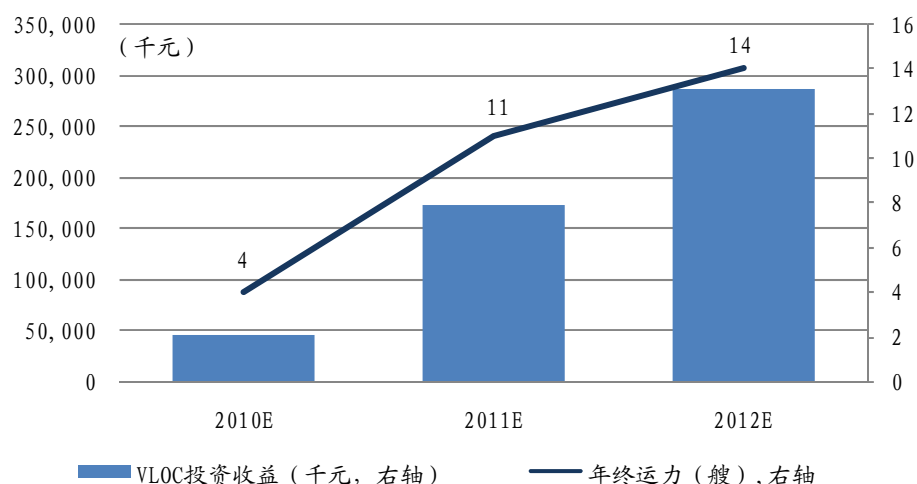
图表22: 预计 2011-2012 年的投资收益将同比增长 78%和 38%



来源: 国金证券研究所, 公司资料

- **以稳健经营的策略拓展远洋业务。**公司在 2010 年年底将有 4 艘 VLOC, 2011 和 2012 年将分别有 7 艘和 5 艘新 VLOC 投放市场, 远洋铁矿石运力将大幅增长。由于 VLOC 装载能力较大 (最大达 30 万载重吨), 将主要投放在巴西-中国航线, 这些船队已与货主签订了 15 年的长期合约, 预计内部回报率 (IRR) 在 8%-10% 左右, 预计公司未来每增加一条 VLOC 将增加 2300 万左右的利润;

图表23: 公司 VLOC 投放计划以及预计收益

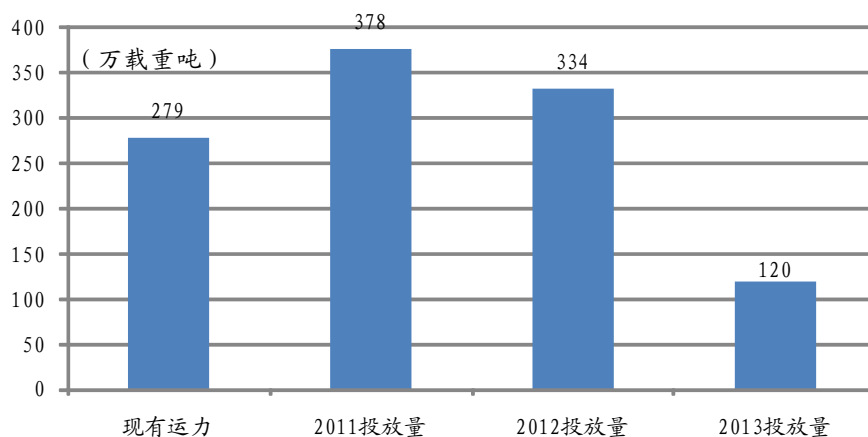


来源: 国金证券研究所, 公司资料

- **巴西淡水河谷大量造船, 未来巴西-中国航线的经营压力渐增。**目前淡水河谷大有 23 条矿石船的在手订单, 其中 19 条为 40 万载重吨的 VLOC, 4 条为 18 万载重吨, 预计在 2011-2013 年间投放。淡水河谷的目的并非赚取运输收益, 而是保证其运输的稳定性, 在东南亚建立虚拟矿山, 以提升自身矿石的售价 (巴西矿石品位好于澳大利亚, 但售价并不比澳大利亚矿高);
- VLOC 主要在巴西-中国航线经营运输铁矿石, 但巴西淡水河谷的参与这条航线的竞争日趋激烈, 未来矿山将争取海运的控制权, VLOC 船型的前景并不乐观;

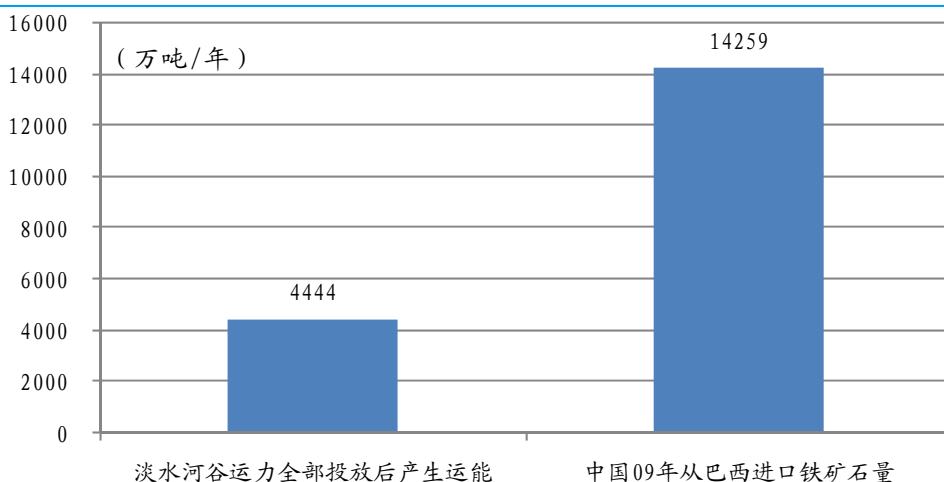
- 未来淡水河谷运力完成扩张后，其自有运力将占全球散货船队运力约 5%，相当于中国从巴西进口铁矿石量 35% 的运输需求（按 2009 年进口量计算），我们认为未来这条航线上船东之间的竞争将明显增加，船东矿砂船舶的利用率将明显下跌（淡水河谷将优先满足自身船东的装载再考虑租用其他船舶）；

图表24：淡水河谷自有运力在未来两年高速增长



来源：国金证券研究所，Clarkson

图表25：淡水河谷运力投产后将对中国-巴西航线竞争产生重大影响



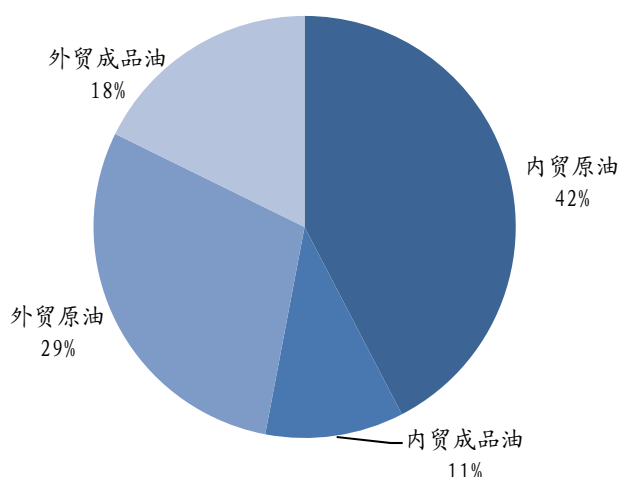
来源：国金证券研究所，Clarkson

- 为了应对淡水河谷的扩张，公司于宝钢合资的航运公司已经将原有的 VLOC 订单改为 Capesize+Panamax 船型。较小的船型将有利于未来运力的灵活调配，而非局限在巴西-中国航线上运营。我们并不排除公司对未来 VLOC 的订单也进行类似的改动；

油品运输业务：沿海油品运输之王

- 公司是内贸原油运输的龙头企业，稳占 60% 的市场份额。根据 2010 年上半年的财报，油运业务收入占公司总收入的 54.8%，其中内贸收入占比 53%，外贸收入占比 47%；

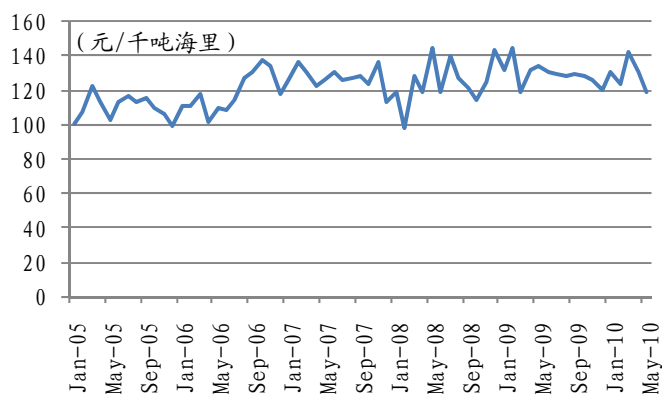
图表26: 2010年上半年公司油运业务收入结构



来源: 国金证券研究所, 公司资料

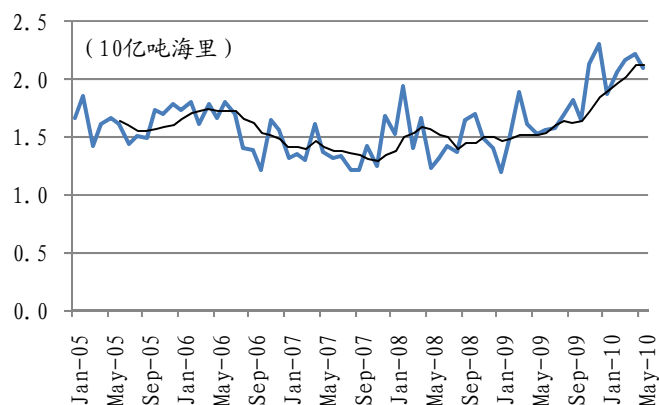
- **内贸原油运价和运量由交通部制定, 未来运价将维持稳定。**公司近五年的内贸油品运输价格基本保持平稳, 维持在 120 元/千吨海里至 140 元/千吨海里之间。由于价格由交通部制定, 且盈利状况理想, 我们认为后续调整的空间并不大, 预计未来两年将维持在目前的水平;
- **随着运力投放, 内贸周转量明显增长。**公司的内贸原油运量也是由交通部统一分配, 并根据运量的增长计划控制运力规模。今年随着运力的逐步投放, 公司 2010 年上半年内贸周转量同比增长 40%, 由于运价小幅下跌 4%, 内贸收入同比增加 33.7%。但后续运力投放速度明显放缓, 因此预计在量的方面增量有限;

图表27: 内贸油品运输价格基本稳定

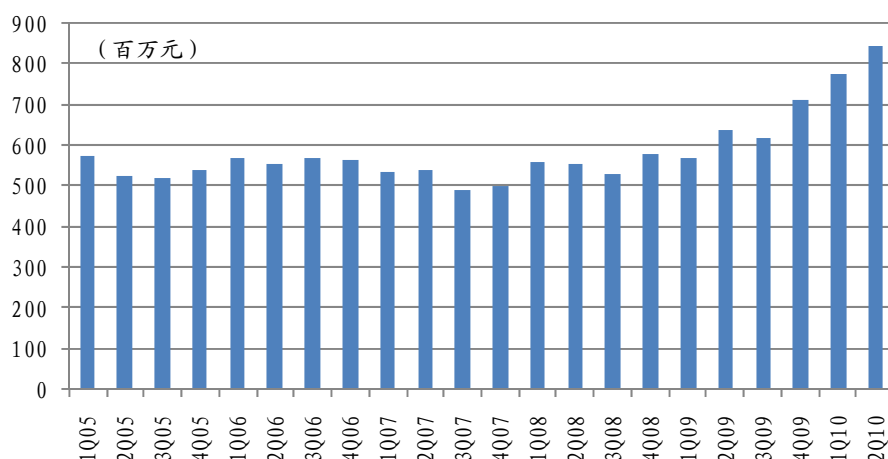


来源: 国金证券研究所, 公司资料

图表28: 运力投放带动运量明显增加



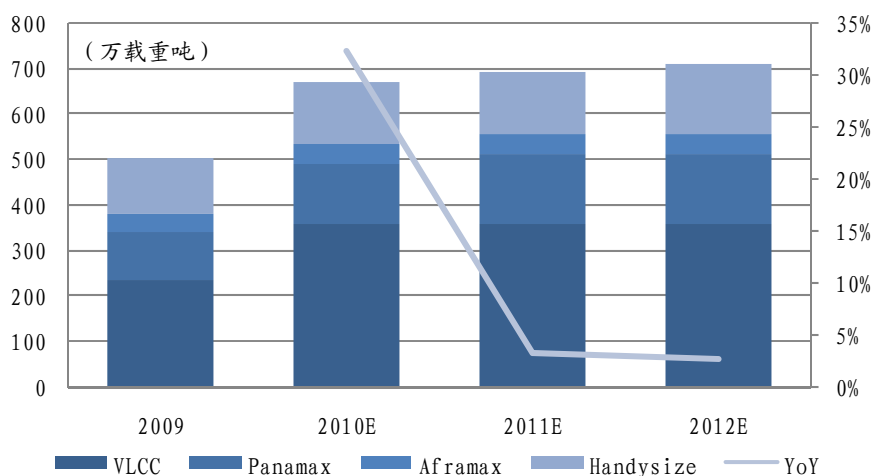
图表29: 05-08 年内贸油运收入基本稳定, 09 年开始随运量明显增加



来源: 国金证券研究所, 公司资料

- **积极扩张远洋原油运输运力。**预计到 2010 年底公司的 VLCC 运力将同比增长 51%, 是增长速度最快油轮船型。远洋原油运输受“国油国运”政策支持, 货量将获得保障。而运价虽然有封顶和保底的限制, 但波动区间极大, 基本可以认作是市场价;

图表30: 油轮运力在 2010 年基本完全投放完毕, 后续增量有限



来源: 国金证券研究所, 公司资料

- **2011 年原油油轮供给压力犹存, 运价上涨乏力。**我们认为 2010 年内未拆解的单壳油轮基本符合继续运营资格, 若运价持续在盈亏平衡点以上, 2011 年单壳油轮的拆解量将非常有限。同时缺乏老旧运力的退出将使得 2011 年的油轮拆解量将大幅减少, 但明年却是运力投放的高峰, 预计运力增速将接近 10%, 供需关系将进一步恶化并影响 VLCC 租金水平;
- 我们行业需经过一个黑暗的时期, 以强迫老旧运力退出市场, 改善供需关系。**运价的持续低迷, 正是我们所说的黎明前的黑暗。**目前单壳油轮占总体运力的约 10%, 如果这部分运力在 2011 年退出市场, 将对后续几年的油运市场带来非常正面的影响。因此按照这个逻辑的话, 如果 4 季油运市场旺季不旺, 明年上半年运价仍持续低迷导致拆解大量增加的话, 那么油运行业离黎明已经不远了。

- 关于油运行业更详细的分析和运价走势的预测，请阅读我们在 2010 年 9 月发布的《油品运输行业深度研究-等待黎明前的黑暗》；

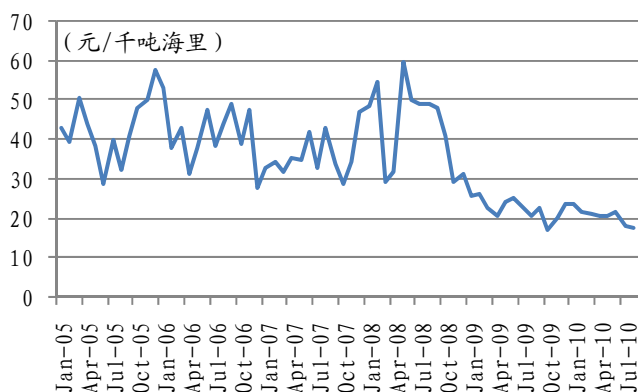
图表31：原油油轮供需表

VLCC	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
投放	5.5	9.0	12.7	15.7	14.0	25.0	10.0	3.0
拆解	0.0	0.0	1.0	2.6	7.0	4.0	4.0	2.0
年底运力	140.2	145.0	149.7	161.3	168.3	189.3	195.3	196.3
需求	122.1	126.1	117.7	106	120.9	128	134.5	144
运力增速		3.4%	3.2%	7.8%	4.3%	12.5%	3.2%	0.5%
需求增速	-5.1%	3.3%	-6.7%	-9.9%	14.1%	5.9%	5.1%	7.1%
Suezmax	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
投放	4.1	4.2	2.2	6.4	6	8.7	4.7	3.2
拆解	0	0.2	0.3	0.6	2.5	1.2	0.5	0.2
年底运力	48.1	52.1	54	59.6	63.1	70.6	74.8	77.8
需求	42	45.4	45	43.9	47.1	50.1	52.3	55.2
运力增速	3.6%	8.3%	3.6%	10.4%	5.9%	11.9%	5.9%	4.0%
需求增速	-7.3%	8.1%	-0.9%	-2.4%	7.3%	6.4%	4.4%	5.5%
Aframax	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
投放	5.5	6.1	7.4	9.9	6.5	7.5	1.8	2.7
拆解	1	1	0.9	1.5	3.8	1.4	0.8	0.3
年底运力	65.3	70.4	76.9	86.9	89.6	95.7	96.7	99.1
需求	60.5	63.9	69.2	68.4	72	73.4	75.3	77.2
运力增速		7.8%	9.2%	13.0%	3.1%	6.8%	1.0%	2.5%
需求增速		5.6%	8.3%	-1.2%	5.3%	1.9%	2.6%	2.5%
合计	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
投放	15.1	19.3	22.3	32.0	26.5	41.2	16.5	8.9
拆解	1.0	1.2	2.2	4.7	13.3	6.6	5.3	2.5
年底运力	253.6	267.5	280.6	307.8	321.0	355.6	366.8	373.2
需求	224.6	235.4	231.9	218.3	240	251.5	262.1	276.4
运力增速		5.5%	4.9%	9.7%	4.3%	10.8%	3.1%	1.7%
需求增速		4.8%	-1.5%	-5.9%	9.9%	4.8%	4.2%	5.5%

来源：国金证券研究所，Drewry，IEA

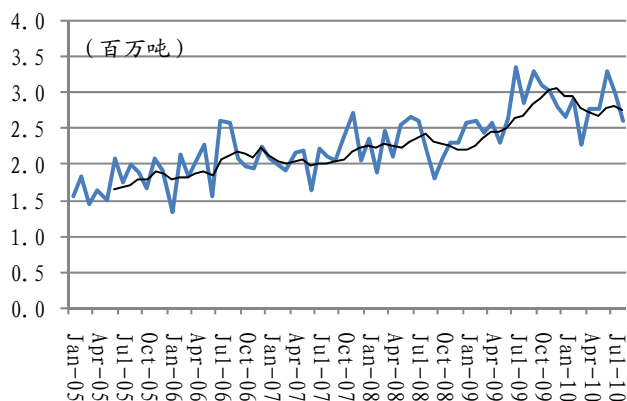
- 受严重供过于求的影响，近期远洋原油运输价格近期跌至近 5 年的低位，比 2009 年的情况更差，而公司的远洋原油运价也大幅下跌，我们估计即使有中石化 COA 合同的补贴，在目前的运价水平下公司 VLCC 船队的亏损依然是无法避免；
- 虽然公司远洋原油运量持续增加，但在运价波动的影响下，该部分收入的波动极大，而在近期运量创新高的情况下，收入并没有同步增长，盈利水平明显下降。在我们明年油运价格持续低迷的假设下，我们预计公司远洋原油运输业务也不会有太大的起色；

图表32: 外贸油运价格波动剧烈, 近期触及历史低位

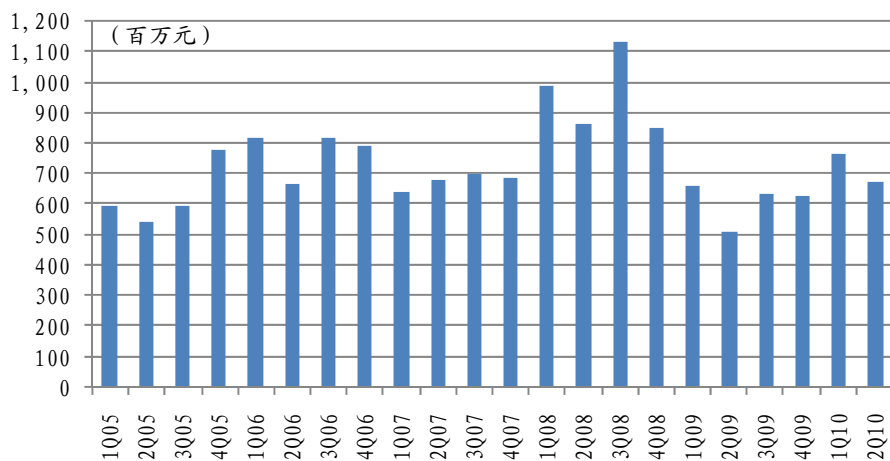


来源: 国金证券研究所, 公司资料

图表33: 运力增加和国油国运支撑运量增长



图表34: 公司外贸油品运输业务收入受运价拖累明显减少

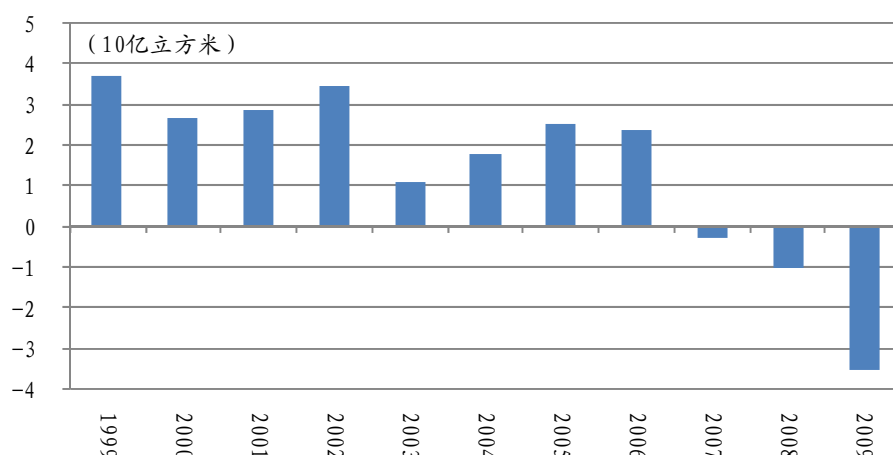


来源: 国金证券研究所, 公司资料

LNG 业务: 1-2 年内难以贡献利润

- 国内天然气市场未来增量巨大。中国目前天然气的需求量与日本接近, 但人均使用量却大幅低于日本。过去 10 年中国天然气需求量的复合增长率为 15.3%, 而产量的增长率为 13%, 天然气供应的对外依赖度明显增加;

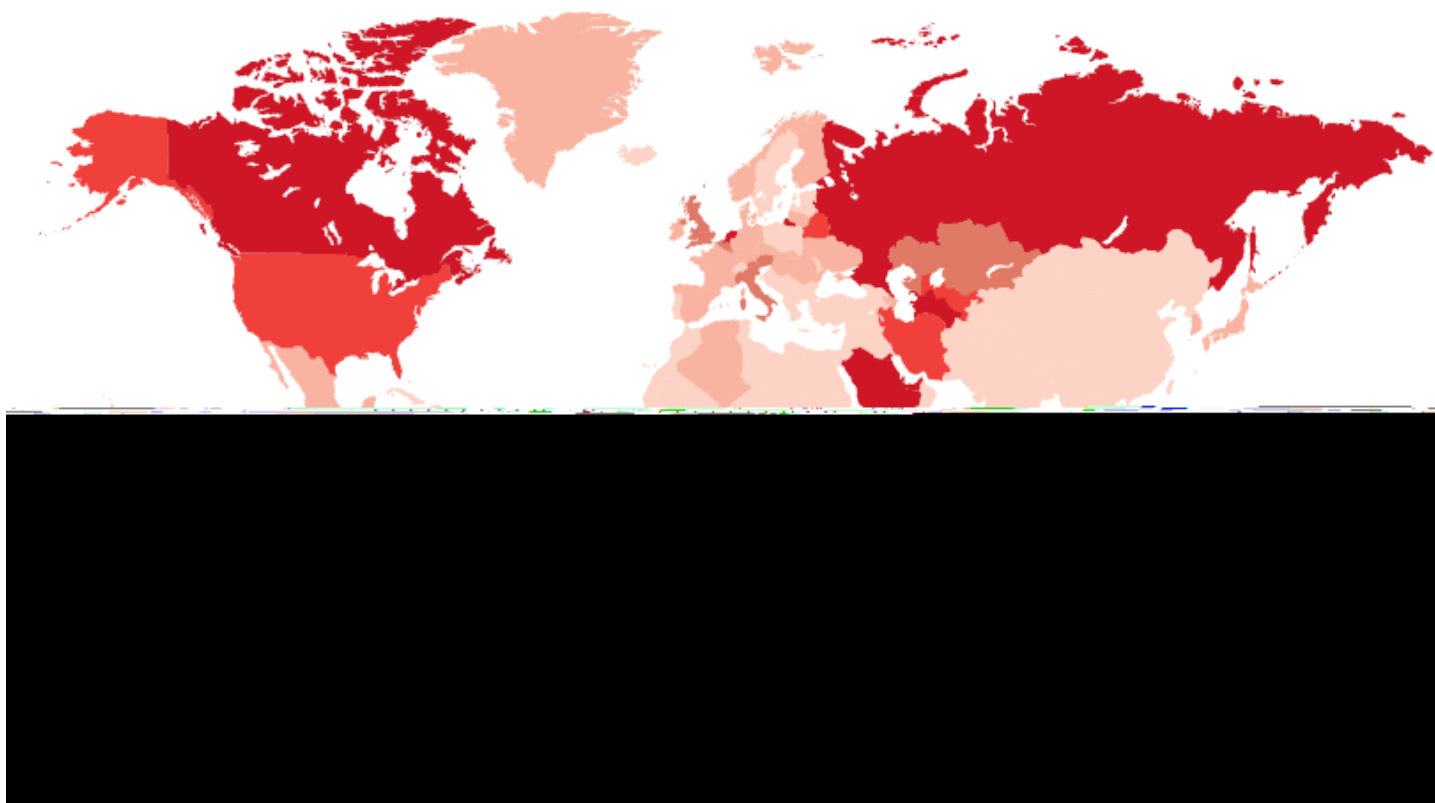
图表35: 中国从 2007 年开始成为天然气的净进口国



来源: 国金证券研究所, BP

图表36: 中国天然气人均的消费量处于极低的水平

Consumption per capita 2009
Tonnes oil equivalent



来源: 国金证券研究所, BP

- 在 2009 年董事会批准公司出资 450 万美元与中石油国际（中石油的控股子公司）组建合资公司，其中公司股权占比 90%（日后以自愿协商的原则调整持股比例）合资公司组建后，将按照与中石油国际签订的 LNG 运输合同安排建造 LNG 船；

- 同年 4 月，公司收购了母公司中国海运（集团）总公司收购其所持有的中海集团液化天然气投资有限公司（中海 LNG）100%的股权。目前国内拥有 LNG 运输业务的公司为大连远洋和招商轮船，收益约为 12%的内部回报率，预计未来中海 LNG 的运营方式将与招商轮船类似；
- LNG 船舶的建造周期约为 2-3 年，目前公司仍未有 LNG 船舶的订单，未来 2 年该项业务内难以为公司贡献利润；

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	12,687	17,562	8,919	11,747	13,783	15,928
增长率	38.4%	-49.2%	31.7%	17.3%	15.6%	
主营业务成本	-7,339	-11,115	-7,262	-8,920	-10,547	-11,869
%销售收入	57.8%	63.3%	81.4%	75.9%	76.5%	74.5%
毛利	5,348	6,447	1,658	2,827	3,235	4,059
%销售收入	42.2%	36.7%	18.6%	24.1%	23.5%	25.5%
营业税金及附加	-247	-332	-185	-141	-276	-319
%销售收入	1.9%	1.9%	2.1%	1.2%	2.0%	2.0%
营业费用	-37	-38	-39	-47	-55	-64
%销售收入	0.3%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	-165	-257	-287	-315	-331	-348
%销售收入	1.3%	1.5%	3.2%	2.7%	2.4%	2.2%
息税前利润 (EBIT)	4,898	5,821	1,147	2,324	2,574	3,329
%销售收入	38.6%	33.1%	12.9%	19.8%	18.7%	20.9%
财务费用	-195	-62	-49	-219	-421	-486
%销售收入	1.5%	0.4%	0.6%	1.9%	3.1%	3.0%
资产减值损失	-9	-100	0	-8	-1	-1
公允价值变动收益	98	-183	0	0	0	0
投资收益	160	548	89	269	478	636
%税前利润	3.0%	8.5%	6.6%	10.4%	16.6%	16.9%
营业利润	4,953	6,023	1,187	2,366	2,629	3,478
营业利润率	39.0%	34.3%	13.3%	20.1%	19.1%	21.8%
营业外收支	425	410	156	230	253	278
税前利润	5,378	6,433	1,342	2,596	2,882	3,756
利润率	42.4%	36.6%	15.0%	22.1%	20.9%	23.6%
所得税	-782	-1,057	-278	-649	-721	-939
所得税率	14.5%	16.4%	20.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	4,596	5,376	1,065	1,947	2,162	2,817
少数股东损益	0	3	0	-14	-16	-20
归属于母公司的净利润	4,596	5,373	1,065	1,961	2,177	2,837
净利率	36.2%	30.6%	11.9%	16.7%	15.8%	17.8%

2,400

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	4,596	5,376	1,065	1,947	2,162	2,817
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1,006	1,139	1,072	1,622	2,334	2,894
非经营收益	-464	-797	-135	-604	-310	-428
营运资金变动	303	237	-79	-759	-94	14
经营活动现金净流	5,440	5,956	1,923	2,206	4,091	5,297
资本开支	-6,857	-6,289	-3,539	-6,688	-9,256	-2,232
投资	-111	-10	-175	-1	0	0
其他	0	166	151	269	478	636
投资活动现金净流	-6,967	-6,133	-3,563	-6,420	-8,778	-1,596
股权募资	98	95	49	0	0	0
债权募资	3,210	2,343	3,105	2,945	5,522	-1,748
其他	-1,339	-1,575	-1,214	247	-1,069	-1,204
筹资活动现金净流	1,970	863	1,940	3,192	4,453	-2,952
现金净流量	442	686	301	-1,022	-233	749

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	1,080	1,858	2,222	1,200	967	1,716
应收款项	640	921	893	1,321	1,512	1,660
存货	286	272	350	367	433	488
其他流动资产	415	89	141	359	424	477
流动资产	2,420	3,141	3,605	3,247	3,337	4,341
%总资产	10.3%	10.5%	10.6%	8.4%	7.2%	9.3%
长期投资	1,185	1,687	1,620	1,621	1,620	1,620
固定资产	19,970	25,059	28,589	33,981	41,153	40,766
%总资产	84.6%	83.7%	84.3%	87.4%	89.2%	87.2%
无形资产	32	41	115	26	31	35
非流动资产	21,187	26,787	30,324	35,630	42,807	42,424
%总资产	89.7%	89.5%	89.4%	91.6%	92.8%	90.7%
资产总计	23,607	29,928	33,930	38,876	46,143	46,765
短期借款	722	921	1,342	3,730	6,252	4,504
应付款项	774	646	1,585	1,631	1,817	2,049
其他流动负债	271	444	384	896	1,012	1,269
流动负债	1,766	2,011	3,311	6,257	9,081	7,822
长期贷款	3,555	5,529	3,229	4,229	7,229	7,229
其他长期负债	2,117	840	5,752	4,986	4,986	4,986
负债	7,438	8,380	12,292	15,473	21,296	20,037
普通股股东权益	16,072	21,354	21,395	23,174	24,633	26,534
少数股东权益	98	194	243	229	214	193
负债股东权益合计	23,607	29,928	33,930	38,876	46,143	46,765

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	1.382	1.578	0.313	0.576	0.640	0.833
每股净资产	4.832	6.272	6.284	6.807	7.235	7.794
每股经营现金净流	1.684	1.777	0.559	0.648	1.202	1.556
每股股利	0.500	0.300	0.100	0.190	0.211	0.275
回报率						
净资产收益率	28.60%	25.16%	4.98%	8.46%	8.84%	10.69%
总资产收益率	19.47%	17.95%	3.14%	5.04%	4.72%	6.07%
投入资本收益率	18.55%	17.16%	2.89%	4.79%	4.46%	5.75%
增长率						
主营业务收入增长率	29.82%	38.43%	-49.21%	31.70%	17.33%	15.57%
EBIT增长率	52.51%	18.83%	-80.29%	102.49%	10.77%	29.36%
净利润增长率	66.48%	16.90%	-80.18%	84.18%	11.02%	30.32%
总资产增长率	38.77%	26.78%	13.37%	14.58%	18.69%	1.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	13.7	13.0	26.9	25.0	25.0	25.0
存货周转天数	12.2	9.2	15.6	15.0	15.0	15.0
应付账款周转天数	17.1	16.3	27.3	25.0	25.0	25.0
固定资产周转天数	409.3	283.1	756.9	804.3	928.5	840.3
偿债能力						
净负债/股东权益	29.75%	21.31%	33.90%	50.19%	70.43%	56.13%
EBIT利息保障倍数	25.1	93.4	23.2	10.6	6.1	6.9
资产负债率	31.51%	28.00%	36.23%	39.80%	46.15%	42.85%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	2	3	8	9	15
买入	0	3	11	13	21
持有	0	0	1	2	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.38	1.57	1.63	1.69

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室