

中海发展(600026.SH) 水上运输行业

评级：持有 维持评级

公司点评

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

黄金香
分析师 SAC 执业编号：S1130210070001

再添油轮订单，船型多样化

事件

中海发展发布公告：与独立第三方大连船舶重工集团有限公司及中国船舶重工国际贸易有限公司签约建造两艘30万吨原油船和三艘11万吨成品油/原油船。两艘VLCC的建造单价为9600万美元，投放日期为2013年6月和9月；两艘11万吨级的（Aframax船型）的建造单价约为4000万美元，投放日期为2012年8月、10月和12月；

评论

低价造船有利于公司的长远发展：1) 根据 Clarkson 的统计目前 VLCC 的造价为 1.05 亿美元，公司的造价低于市场价格 8%。2) 目前 VLCC 造价约为 04 年水平，处于较低位置，较低的造船成本有利于公司的长远发展。折旧费用占公司总成本比例的约 18%，降低折旧费用将有利于公司未来盈利能力的提升；3) 本次造船的投放日期均在 2012 年底以后，届时油轮行业的基本面有望步入改善的通道，运价将得到提升；

订造 Aframax 船型，运力多样化发展：Aframax 船型是公司油轮船队中运力占比最小的船型（按载重吨计算），目前 4 艘 Aframax 中有一艘的船龄已达 23 年，接近退役年限，因此本次订单中有一艘将会用来填补船舶退役导致的运力损失，另外两艘为增量。Aframax 的主要需求地为英国、美国和地中海地区，目前 Aframax 的主要卸载地区有 66% 为美国、英国和地中海地区，其余的 34% 则为远东及澳大利亚，因此我们认为此次运力扩张将有利于公司未来向其他区域的油轮运输市场扩张；

后续仍有新增订单的可能：自今年 9 月开始公司已经陆续公布了 5 次造船订单，其中散货船的订造运力规模为 146 万载重吨，油轮的订造规模为 131.4 万载重吨，分别占有现有运力的 22% 和 19%。我们认为公司目前的财务状况良好，负债率仅为 40%，为航运板块内第二低（招商轮船的负债率为 38%），而且盈利稳定，因此有能力在行业低谷的时候进行反周期扩张；

图表1：中海发展近期订单一览

订单日期	订单内容	投放日期
2010-9-28	12艘4.8万吨的散货船	2012年5月至2013年4月
2010-11-23	4艘18万吨的散货船	2012年11月-12月
2010-11-27	2艘8.2万吨的散货船	2012年5月和12月
2010-11-30	8艘4.8万吨的油轮	2012年7-12月
2010-12-23	2艘30万吨和3艘11万吨油轮	2012年6月至2013年9月

来源：国金证券研究所，公司资料

新增订单对近两年的盈利影响极小。由于新增运力的投放日期均在 2012 年中以后，大部分在 2012 年底至 2013 年，因此对 2011-2012 年的盈利影响有限。我们预计明年油轮和干散货运价均在低位徘徊，将影响公司外贸油运和间接影响沿海煤炭运输价格的复苏，明年单靠运量的增长对盈利的贡献有限。我们维持原有盈利预测，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今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；

图表2：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
YoY	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3：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	73.79
	0%	0%	81%	
Handysize	124.13	136.73	136.73	175.13
	10%	0%	28%	
合计	506.70	670.90	693.70	765.10
YoY		32%	3%	10%

来源：国金证券研究所，公司资料

图表4：VLOC是公司未来散货运力的增长点

	2009	2010E	2011E	2012E
VLOC/Cape	0.00	92.00	274.00	454.00
			198%	66%
Panmax	62.86	78.06	86.79	141.59
		24%	11%	63%
Handymax	207.92	164.49	136.59	153.01
		-21%	-17%	12%
Handysize	107.46	131.62	165.38	182.12
		22%	26%	10%
合计	378.25	466.17	662.76	930.72
		23%	42%	40%

敬请参阅最后一页特别声明

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

来源：国金证券研究所

图表6：公司单位运价预测

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

来源：国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-12-17	持有	10.14	9.37 ~ 11.34

来源：国金证券研究所



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形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