

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: 11.16元

当前股价: 9.58元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2677.43
总股本(百万)	3405
流通股本(百万)	3405
流通市值(亿)	326
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	-4.49	-14.00	5.27
上证综合指数	-5.56	-12.26	4.10



相关报告

《中海发展-新造船计划增强原油运输能力》 2010-12-23

《中海发展-老旧船舶拆解，船队结构进一步优化》 2010-12-13

《公司研究-中海发展 600026-主业稳健，船队均衡，极寒天气与旺季叠加带来投资机会》 2010-11-2

中海发展 600026

推荐

业绩恢复性增长约60%，2011年谨慎乐观

事件:

2011年1月26日，中海发展公布业绩预增公告：2010年，由于国内外航运市场需求上升，导致运价有所回升，同时本集团运力投放同比增长约20%，使净利润在2010年1月1日至2010年12月31日期间同比增长约60%，相较于公司2009年的每股收益0.31元，升至约0.51元。

点评:

- **业绩略低于我们此前的预期，对2011年业绩持谨慎态度。**我们此前预计2010年EPS为0.57元，是基于3、4季度是散货运输业的传统旺季。但2010年市场旺季不旺，1-3季度分别实现eps0.14、0.15、0.14元，四季度仅约0.07元，旺季不旺是业绩表现低于预期的主要因素。对于2011年业绩，根据行业态势，我们持谨慎乐观态度，预计业绩增幅约为20%，EPS约为0.62元。
- **全球散货和油品运输市场预计仍面临下行压力，沿海散货市场难保持一枝独秀。**从我们此前对全球散货和油品运输市场的研究结果看，预计未来全球散货和油品运输市场供给压力巨大，产能利用率处于下行通道，尤其是散货运输市场，在巨大的供给压力面前，运价预计维持锯齿状的震荡格局，下行压力较大。沿海散货市场相对稳定一些，但在全球市场不景气的背景下，预计很难保持一枝独秀的局面。
- **在行业承压背景下，新造船计划虽然优化船队结构，但新增折旧将侵蚀部分利润。**结合公司的船队扩张计划，公司所有新增船舶将使公司2011-13年的利息支出达到878.42、1148.61和78.52百万元，而新增折旧分别为953.72、1247.07、85.25百万元。如果行业目前供大于需的行业态势得不到改善，我们认为新增船舶其实对公司是一个压力。
- **投资建议：维持公司“推荐”评级。**我们综合运力扩大导致周转量的增加以及折旧和利息等支出，预计2010-2012年EPS分别为0.50、0.62、0.86元，按航运业行业平均市盈率估值，目标价11.16元。
- **风险提示：**航运市场波动风险；船舶交付超预期；需求低于预期。

主要财务指标

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	8919	11036	14298	18107
收入同比(%)	-49%	24%	30%	27%
归属母公司净利润	1065	1722	2118	2937
净利润同比(%)	-80%	62%	23%	39%
毛利率(%)	18.6%	20.4%	23.1%	28.3%
ROE(%)	5.0%	7.5%	8.6%	10.9%
每股收益(元)	0.31	0.51	0.62	0.86
P/E	45.88	28.37	23.07	16.64
P/B	2.28	2.14	1.98	1.82
EV/EBITDA	24	16	11	8

资料来源: 中投证券研究所

1. 主营业务图表

图 1: 煤炭运输业务周转量 (单位: 吨海里)

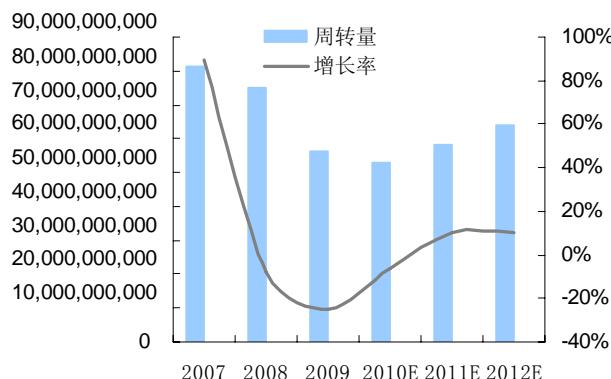
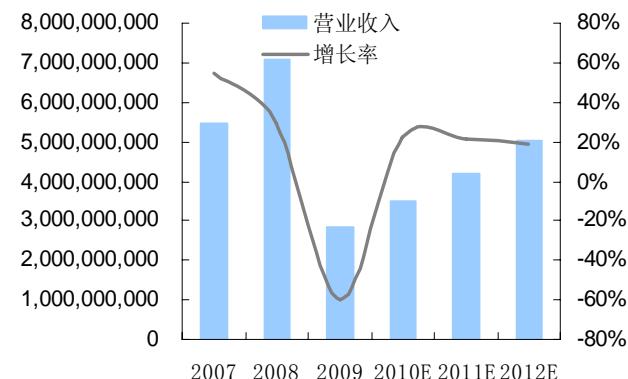


图 2: 煤炭运输业务营业收入 (单位: 元)



资料来源: 公司资料、中投证券研究所

图 3: 其他干散货运输业务周转量 (单位: 吨海里)

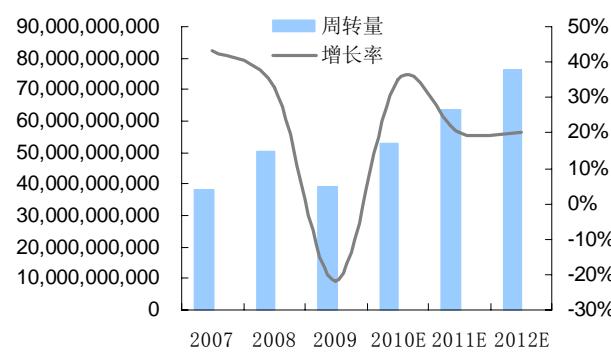
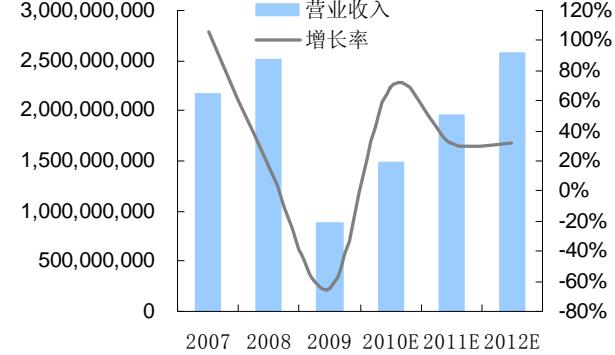


图 4: 其他干散货运输业务营业收入 (单位: 元)



资料来源: 公司资料、中投证券研究所

图 5: 油运周转量 (单位: 吨海里)

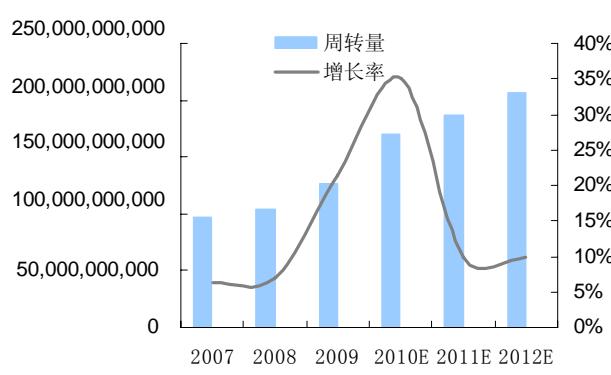
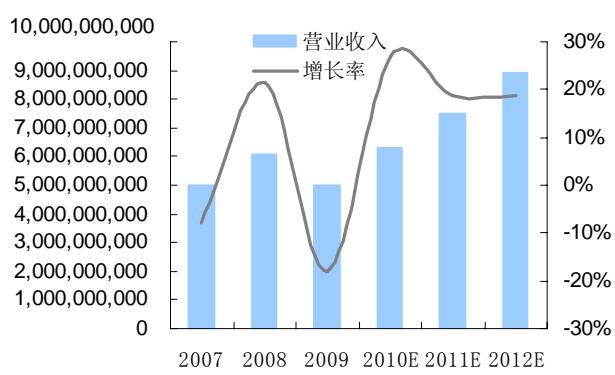


图 6: 油运业务营业收入 (单位: 元)



资料来源: 公司资料、中投证券研究所

2. 船队规模增长与结构变动情况

图 7: 船舶吨位净增长 (单位: 万载重吨)

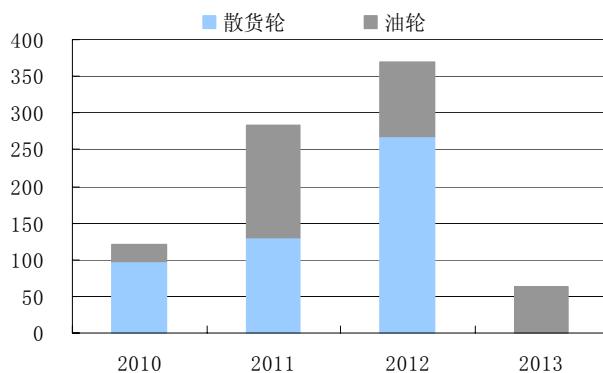
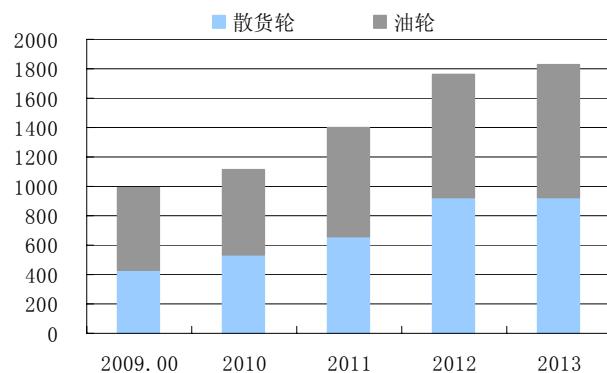
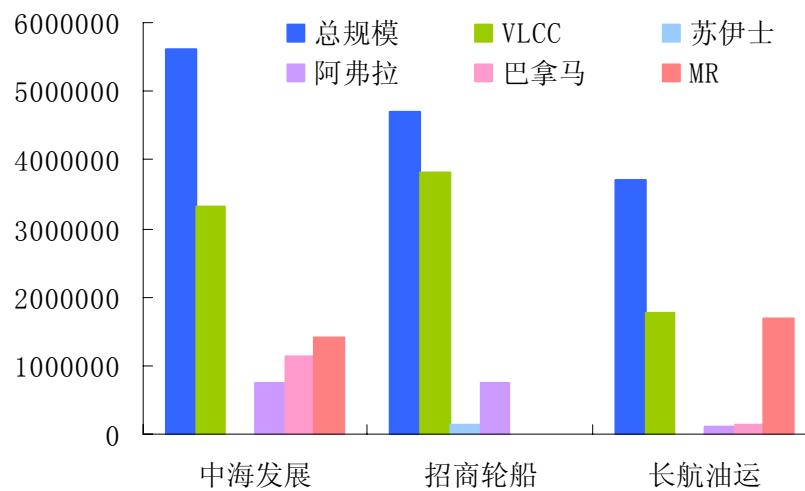


图 8: 船队规模及结构 (单位: 万载重吨)



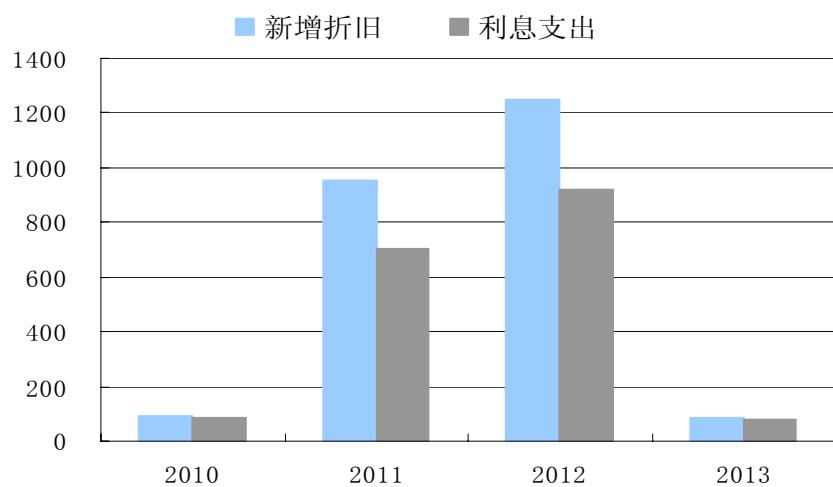
资料来源: 公司资料、中投证券研究所

图 9: 四大油运公司船队结构比较: 中海发展船队结构较均衡 (单位: 万载重吨)



资料来源: 公司资料、中投证券研究所

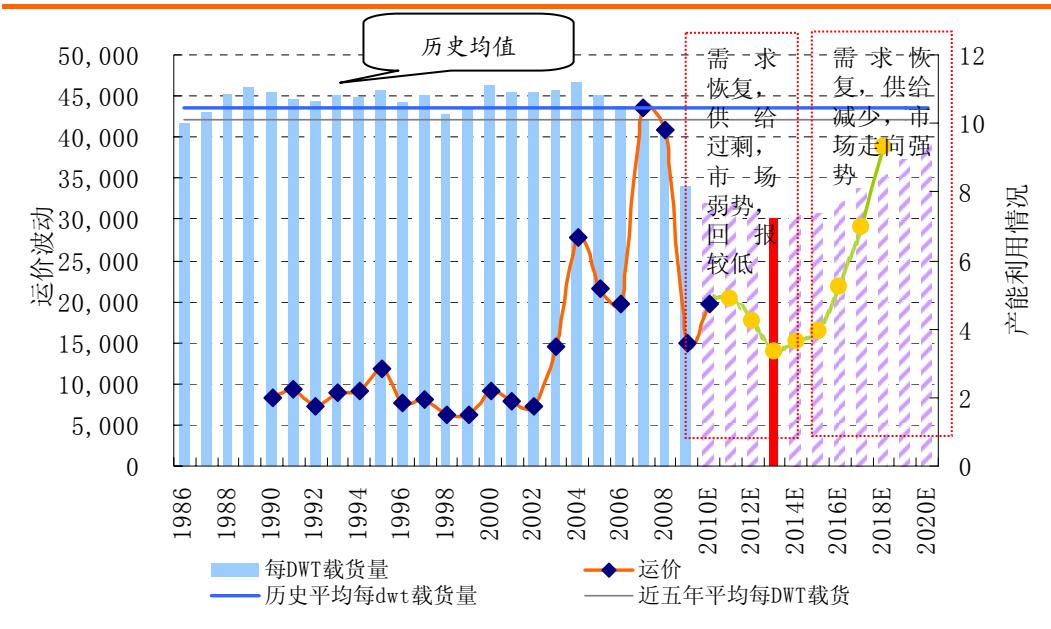
图 10: 新增折旧和利息支出 (单位: 百万元)



资料来源: 公司资料、中投证券研究所

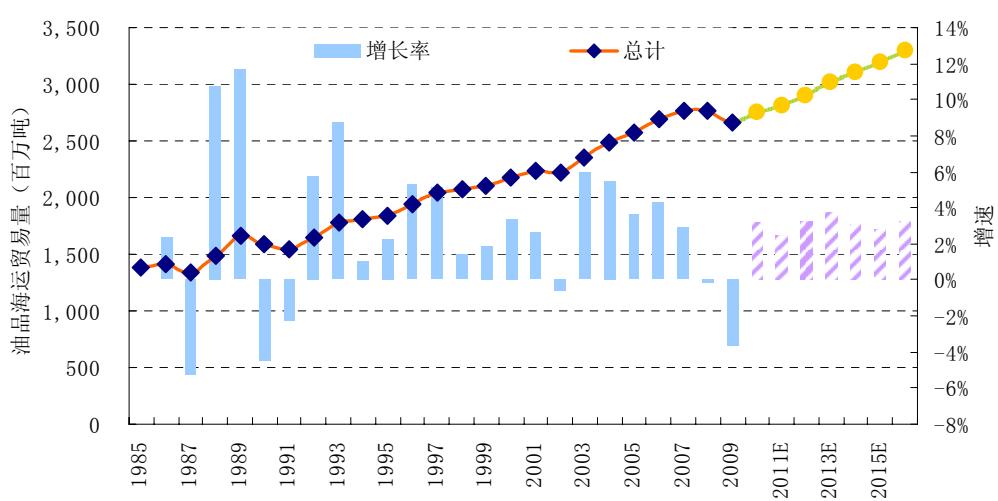
3. 行业预测：散货和油品运输市场未来面临较大下行压力

图 11 散货运行业产能利用率下降，未来面临较大下行压力



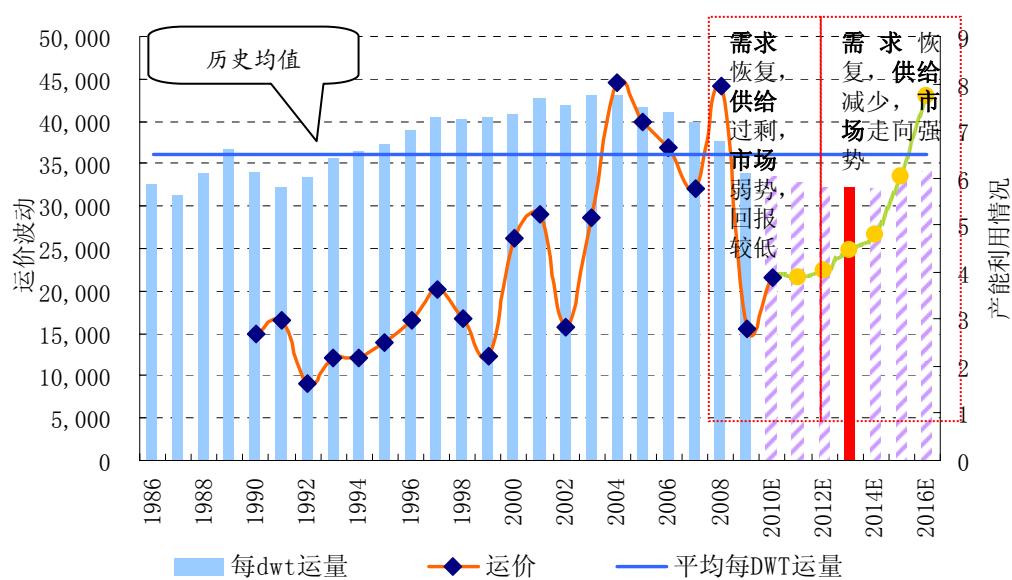
资料来源：中投证券研究所。

图 12 石油海运贸易量可能图景



资料来源：CEIC，中投证券研究所

图 13 油品运输业产量利用率下降, 未来面临较大下行压力



资料来源: 中投证券研究所。

投资建议: 维持公司“推荐”评级。我们综合运力扩大导致周转量的增加以及折旧和利息等支出, 预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.51、0.62、0.86 元,

风险提示: 航运市场波动风险; 需求低于预期。

附：财务预测表

资产负债表				单位: 百万元	利润表				单位: 百万元
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3605	4039	21114	43770	营业收入	8919	11036	14298	18107
现金	2222	2684	19539	42031	营业成本	7262	8782	10999	12991
应收账款	618	552	572	543	营业税金及附加	185	210	272	344
其他应收款	222	221	286	362	营业费用	39	33	43	54
预付账款	141	176	220	260	管理费用	287	221	286	362
存货	350	351	440	520	财务费用	49	175	549	1322
其他流动资产	52	55	57	54	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	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	1816	2349	3233
无形资产	20	20	20	20	营业外收入	161	243	150	150
其他非流动资	10189	7383	4053	3840	营业外支出	6	9	7	7
资产总计	33930	36435	55778	81069	利润总额	1342	2050	2492	3376
流动负债	3230	2583	2603	2619	所得税	278	328	374	439
短期借款	541	0	0	0	净利润	1065	1722	2118	2937
应付账款	556	527	550	520	少数股东损益	-0	0	0	0
其他流动负债	2133	2056	2053	2100	归属母公司净利润	1065	1722	2118	2937
非流动负债	9062	10767	28316	51289	EBITDA	2308	3534	4918	7045
长期借款	3229	4898	22466	45439	EPS (元)	0.31	0.51	0.62	0.86
其他非流动负	5833	5869	5850	5850		0.62	0.23	0.39	
负债合计	12292	13350	30919	53908					
少数股东权益	243	243	244	244					
股本	3405	3405	3405	3405					
资本公积	4128	4128	4128	4128					
留存收益	14327	15709	17483	19784					
归属母公司股东权益	21395	22842	24615	26917					
负债和股东权益	33930	36435	55778	81069					
现金流量表				单位: 百万元	主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1902	3194	4267	6413	成长能力				
净利润	1065	1722	2118	2937	营业收入	-49.2%	23.7%	29.6%	26.6%
折旧摊销	1072	1544	2020	2490	营业利润	-80.3%	53.0%	29.4%	37.6%
财务费用	49	175	549	1322	归属于母公司净利润	-80.2%	61.7%	23.0%	38.7%
投资损失	-89	-200	-200	-200	获利能力				
营运资金变动	-79	-125	-212	-136	毛利率 (%)	18.6%	20.4%	23.1%	28.3%
其他经营现金	-116	78	-9	0	净利率 (%)	11.9%	15.6%	14.8%	16.2%
投资活动现金流	-3563	-3382	-4089	-4924	ROE (%)	5.0%	7.5%	8.6%	10.9%
资本支出	3744	2702	4289	5124	ROIC (%)	3.5%	5.7%	7.8%	11.5%
长期投资	-75	880	0	0	偿债能力				
其他投资现金	106	200	200	200	资产负债率 (%)	36.2%	36.6%	55.4%	66.5%
筹资活动现金流	1950	650	16677	21004	净负债比率 (%)	37.19%	42.68%	75.25%	85.77%
短期借款	-237	-541	0	0	流动比率	1.12	1.56	8.11	16.71
长期借款	-2300	1669	17568	22972	速动比率	1.01	1.43	7.94	16.51
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	7	0	0	0	总资产周转率	0.28	0.31	0.31	0.26
其他筹资现金	4479	-477	-891	-1969	应收账款周转率	14	19	25	32
现金净增加额	279	462	16854	22492	应付账款周转率	13.39	16.22	20.43	24.29

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。

孙敏，中投证券研究所航运港口业分析师，国际航运管理学学士，经济学博士，2010年7月加入中投证券。

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