

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: 11.00 元

当前股价: 9.99 元

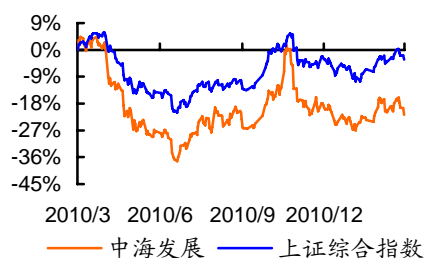
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2930.80
总股本(百万)	3405
流通股本(百万)	3405
流通市值(亿)	340
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	-6.02	-2.15	6.73
上证综合指数	0.24	1.13	12.62



相关报告

《中海发展-业绩恢复性增长约 60%，2011 年谨慎乐观》2011-1-26

《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

中海发展

600026

推荐

传统业务恢复增长，新拓展 LNG 领域

■ 2011 年 3 月 17 日，公司公告 2010 年年报，2010 年全年实现营业收入 114.09 亿元，同比增长 27.92%，利润总额 21.71 亿元，同比增长 61.76%，归属于上市公司股东的净利润 17.16 亿元，基本每股收益 0.5042 元，同比增长 61.21%。

点评:

■ **主业表现基本符合预期，货物周转量回暖。**公司全年货物周转量 2697.2 亿吨海里，同比增 21.7%。①干散货周转量 1089.8 亿吨海里，营业收入 53 亿元，同比增长 14.2%和 42.2%，其中煤炭周转量 548.2 亿吨海里，内贸煤炭周转占比 92%。其他干散货周转量 541.6 亿吨海里，90%以上是外贸；②油品周转量 1607.4 亿吨海里，同比增长 27.3%，其中原油周转量 1260 亿吨海里，且主要以外贸为主，内贸业务量仅占比 16.7%。油运实现收入 60.98 亿元，同比增 22.2%。

■ **燃油单耗下降，但燃油物料费和折旧增长幅度较大。**①公司全年燃油单耗为 3.59 千克/千吨海里，同比下降 8.1%，但由于国际油价上涨，公司全年发生燃油费 38.45 亿元，同比增长 44%。②期内由于前期订造船大量交付，转入固定资产的船舶增加，导致折旧费用攀升 30%，占主营业务成本比重 15.3%。根据订单以及造船计划，未来三年仍有大量船舶交付，预计折旧费用仍然会侵蚀公司利润。

■ **船队规模继续扩大，同时扩展 LNG 运输领域。**公司交付 9 艘油轮合计 138 万载重吨，12 艘散货轮 141.6 万载重吨投入运营。目前共有 176 艘 1136.6 万载重吨，船队规模增长 25%，未来三年公司计划投资 17 艘共计 189 万载重吨的油轮、60 艘共计 641.9 万载重吨的散货轮，船队规模继续扩大，行业地位得以进一步巩固。同时公司与中石化联手拓展 LNG 领域，与招商轮船分占南北市场，成为稳定收入的来源。

■ **维持“推荐”评级。**预计 2011-2013 年营业收入分别为 131.06、153.25 和 188.02 亿元，EPS 分别为 0.55、0.69、1.10 元，维持推荐评级。

■ **风险提示:** 船舶交付超预期；内外围需求低于预期；突发事件。

主要财务指标

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	11409	13106	15325	18802
收入同比(%)	28%	15%	17%	23%
归属母公司净利润	1717	1882	2348	3738
净利润同比(%)	61%	10%	25%	59%
毛利率(%)	21.7%	22.5%	24.1%	28.7%
ROE(%)	7.6%	7.6%	8.8%	12.6%
每股收益(元)	0.50	0.55	0.69	1.10
P/E	19.81	18.07	14.49	9.10
P/B	1.51	1.38	1.27	1.14
EV/EBITDA	13	10	8	6

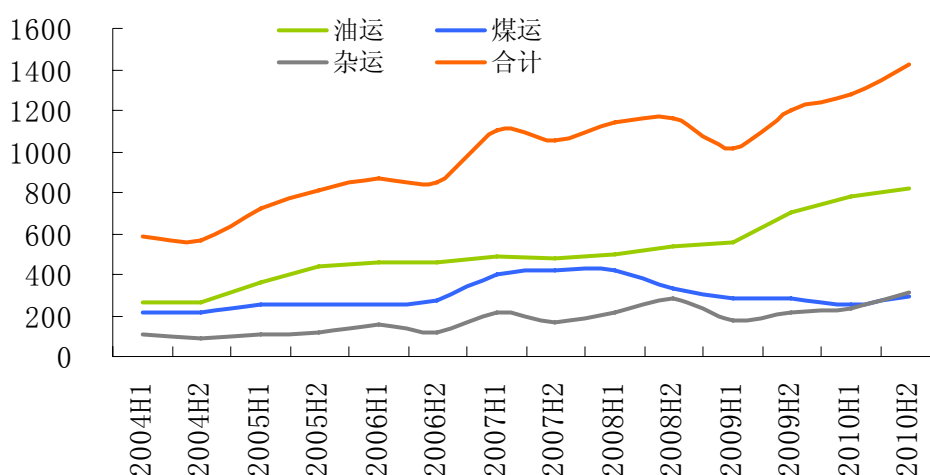
资料来源: 中投证券研究所

2011年3月17日,公司公告2010年年报,2010年全年实现营业收入114.09亿元,同比增长27.92%,利润总额21.71亿元,同比增长61.76%,归属于上市公司股东的净利润17.16亿元,基本每股收益0.5042元,同比增长61.21%。

1. 主业表现基本符合预期, 货物周转量回暖

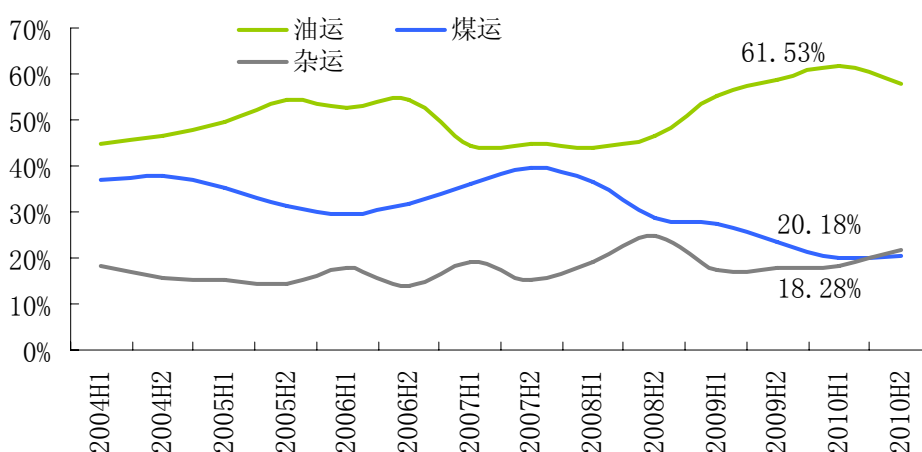
公司全年货物周转量2697.2亿吨海里, 同比增21.7%。①干散货周转量1089.8亿吨海里, 营业收入53亿元, 同比增长14.2%和42.2%, 其中煤炭周转量548.2亿吨海里, 内贸煤炭周转占比92%。其他干散货周转量541.6亿吨海里, 90%以上是外贸; ②油品周转量1607.4亿吨海里, 同比增长27.3%, 其中原油周转量1260亿吨海里, 且主要以外贸为主, 内贸业务量仅占比16.7%。油运实现收入60.98亿元, 同比增22.2%。

图1 公司货物周转量(亿吨海里)



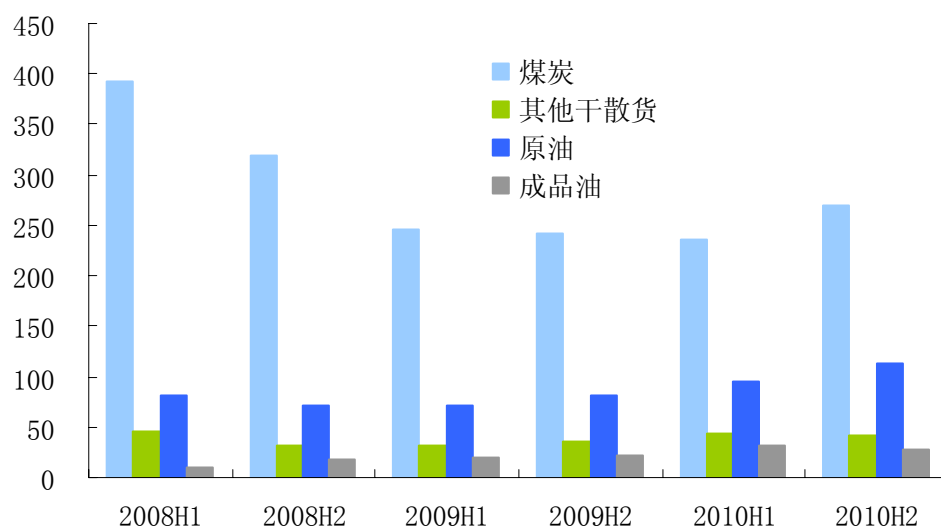
资料来源: 中投证券研究所

图2 公司货物周转量比例



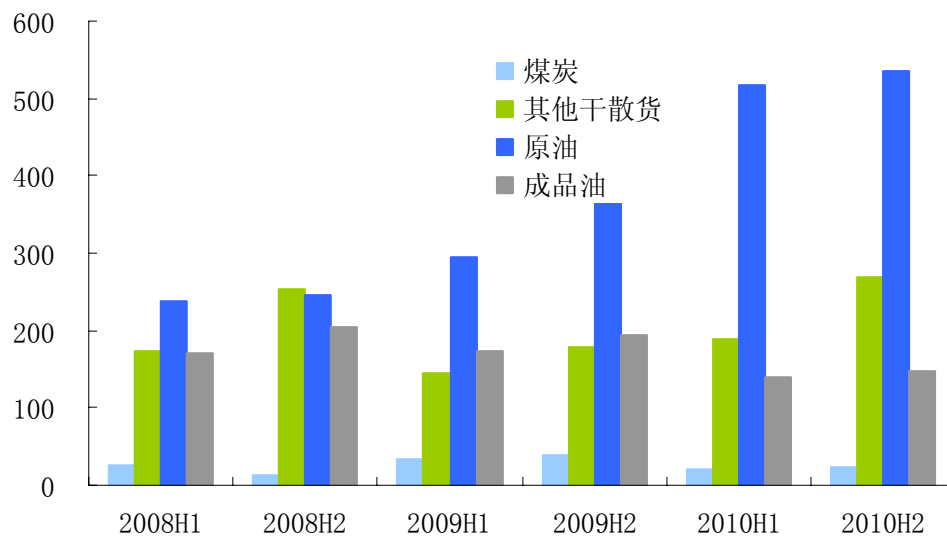
资料来源: 中投证券研究所

图 3 公司内贸货物周转量（亿吨海里）



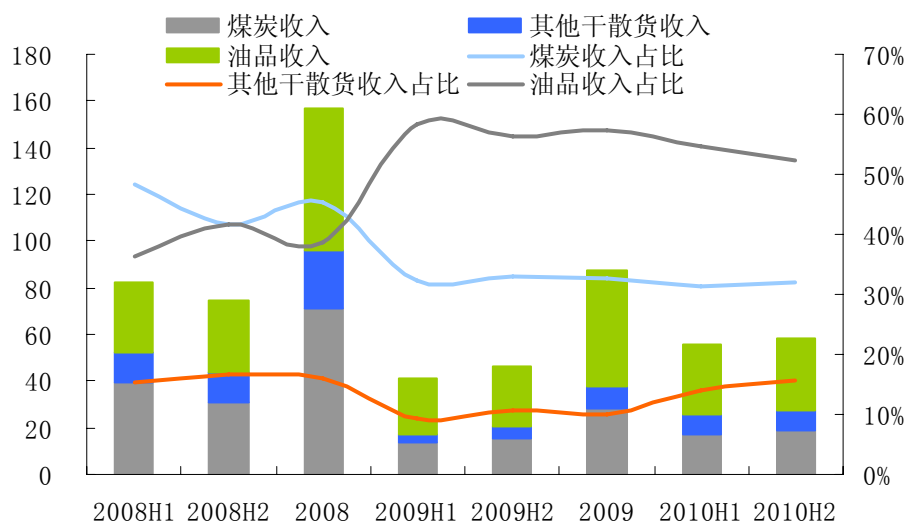
资料来源：中投证券研究所

图 4 公司外贸货物周转量（亿吨海里）



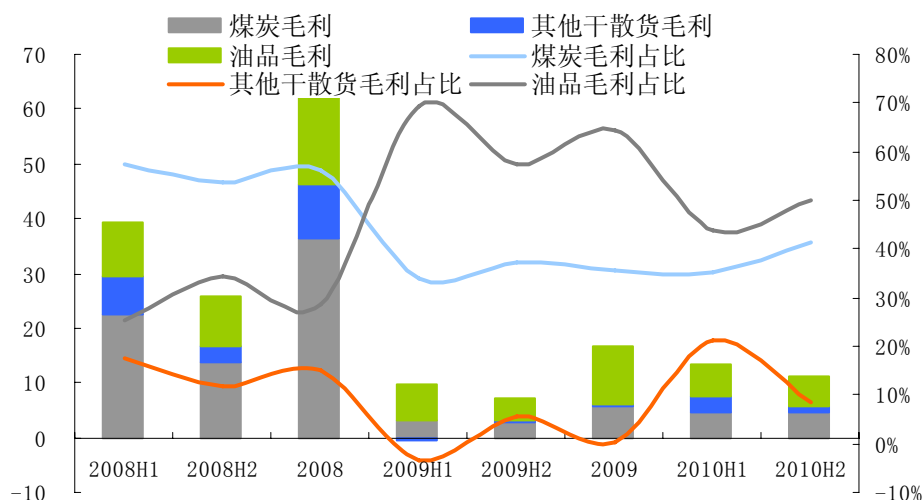
资料来源：中投证券研究所

图 5 公司收入情况 (亿元)



资料来源：中投证券研究所

图 6 公司毛利情况 (亿元)



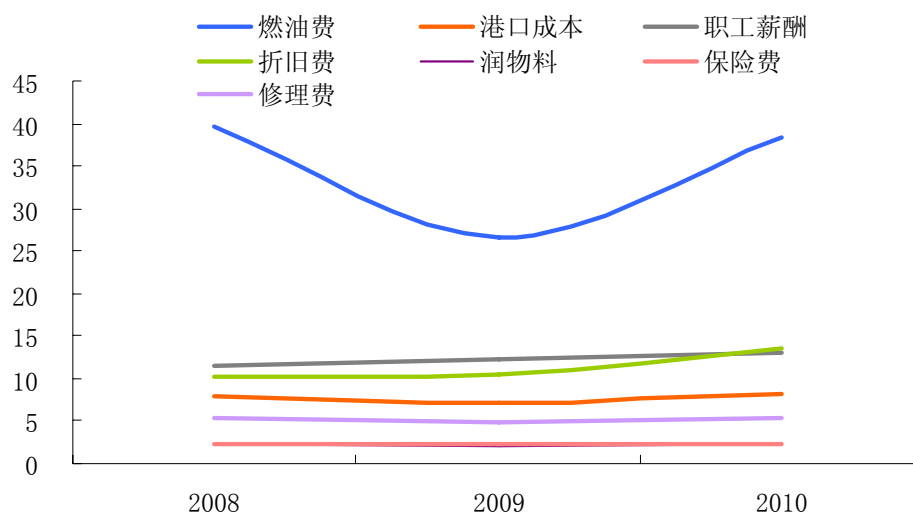
资料来源：中投证券研究所

2. 燃油单耗下降，但燃油物料费和折旧增长幅度较大

公司全年燃油单耗为 3.59 千克/千吨海里，同比下降 8.1%，但由于国际油价上涨，公司全年发生燃油费 38.45 亿元，同比增长 44%。

同时，由于前期订造船舶大量交付，转入固定资产的船舶增加，导致折旧费用攀升 30%，占主营业务成本比重 15.3%。根据订单以及造船计划，未来三年仍有大量船舶交付，预计折旧费用仍然会侵蚀公司利润。

图 7 公司成本情况 (亿元)



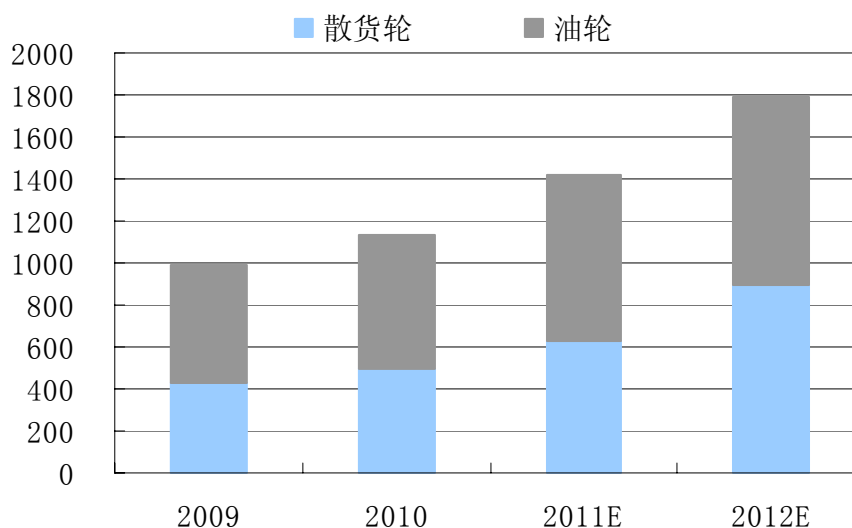
资料来源：中投证券研究所

3. 船队规模继续扩大，同时扩展 LNG 运输领域

公司交付 9 艘油轮合计 138 万载重吨，12 艘散货轮 141.6 万载重吨投入运营。目前共有 176 艘 1136.6 万载重吨，船队规模增长 25%，未来三年公司计划投资 17 艘共计 189 万载重吨的油轮、60 艘共计 641.9 万载重吨的散货轮，船队规模继续扩大，行业地位得以进一步巩固。

同时公司与中石化（中石化冠德控股有限公司）联手拓展 LNG 领域，共同出资组建中国东方液化天然气运输投资有限公司，意与招商轮船分占南北市场。预计随着 LNG 业务的逐步开展，该项业务将成为公司稳定收入的来源。

图 8 公司船队发展情况 (万载重吨)



资料来源：中投证券研究所

4. 投资建议：给予公司“推荐”评级

我们预计 2011-2013 年营业收入分别为 131.06、153.25 和 188.02 亿元，营

业利润预计分别为 20.07、26.20、41.54 亿元，EPS 以及分别为 0.55、0.69、1.10 元，维持推荐评级。

风险提示：船舶交付超预期；内外围需求低于预期；突发事件。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2747	6047	9558	14838	营业收入	11409	13106	15325	18802
现金	1062	4454	7879	13037	营业成本	8936	10160	11634	13402
应收账款	781	655	613	564	营业税金及附加	117	249	291	357
其他应收款	186	262	306	376	营业费用	43	39	46	56
预付账款	158	203	233	268	管理费用	315	262	306	376
存货	449	406	465	536	财务费用	250	588	627	656
其他流动资产	112	66	61	56	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	37963	38669	39477	40088	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	2579	2500	2500	2500	投资净收益	218	200	200	200
固定资产	27144	31828	34425	35880	营业利润	1966	2007	2620	4154
无形资产	29	33	36	39	营业外收入	220	243	150	150
其他非流动资	8211	4308	2516	1669	营业外支出	14	9	7	7
资产总计	40710	44715	49035	54926	利润总额	2171	2241	2763	4297
流动负债	4562	3496	3445	3443	所得税	449	359	414	559
短期借款	1663	800	800	800	净利润	1722	1882	2348	3739
应付账款	641	610	582	536	少数股东损益	5	0	0	0
其他流动负债	2259	2086	2063	2107	归属母公司净利润	1717	1882	2348	3738
非流动负债	13056	16001	18400	21260	EBITDA	3574	4568	5593	7446
长期借款	7132	10132	12550	15410	EPS (元)	0.50	0.55	0.69	1.10
其他非流动负	5924	5869	5850	5850					
负债合计	17619	19497	21845	24702	主要财务比率				
少数股东权益	513	513	513	514	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	3405	3405	3405	3405	成长能力				
资本公积	4115	4115	4115	4115	营业收入	27.9%	14.9%	16.9%	22.7%
留存收益	15704	17586	19557	22591	营业利润	65.6%	2.1%	30.5%	58.6%
归属母公司股东权益	22579	24705	26676	29710	归属于母公司净利润	61.2%	9.6%	24.8%	59.2%
负债和股东权益	40710	44715	49035	54926	获利能力				
					毛利率 (%)	21.7%	22.5%	24.1%	28.7%
					净利率 (%)	15.0%	14.4%	15.3%	19.9%
					ROE (%)	7.6%	7.6%	8.8%	12.6%
					ROIC (%)	5.1%	6.1%	7.6%	11.2%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	43.3%	43.6%	44.6%	45.0%
					净负债比率 (%)	54.24%	60.17%	64.77%	68.86%
					流动比率	0.60	1.73	2.77	4.31
					速动比率	0.50	1.61	2.64	4.15
					营运能力				
					总资产周转率	0.31	0.31	0.33	0.36
					应收账款周转率	16	18	24	32
					应付账款周转率	14.94	16.25	19.53	23.98
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.50	0.55	0.69	1.10
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.80	1.24	1.46	1.97
					每股净资产 (最新摊薄)	6.63	7.26	7.84	8.73
					估值比率				
					P/E	19.81	18.07	14.49	9.10
					P/B	1.51	1.38	1.27	1.14
					EV/EBITDA	13	10	8	6

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 $\pm 10\%$ 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。

免责声明

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