

中海发展股份有限公司

2009 年盈利大幅下滑难以避免

日前在福州结束的 2009 年煤炭产运需衔接会因电力、煤炭双方分歧过大无果而终，为即将举行的 2009 年电煤合同运价谈判投上阴影。BDI 及沿海散货运价持续下跌导致即期市场运价大幅低于 2008 年合同运价，且因需求疲弱，中海发展四季度甚至无法完成电煤 COA 合同计划运量。我们预期 2009 年沿海散货合同运价大幅下调在所难免，其中公司与电厂一年一议的电煤 COA 合同运价可能下调 40%-50%；此外油价持续下跌、OPEC 大规模减产保价，2009 年油运市场也将和散货市场一样受运力大增及需求转弱的双重挤压。鉴于以上因素，我们预计中海发展 2009 年盈利大幅下滑难以避免，调低公司 2008 年及 2009 年每股收益预测至人民币 1.74 元及 0.50 元，但相信 2010 年后公司盈利有望重拾升轨。近日公司 H 股股价随国内沿海散货运价反弹，目前股价相对显著恶化的基本面情况已经进入轻微高估区域。基于盈利前景的转淡及可比公司估值的降低，以公司 09 年 0.8 倍 PB 得出的目标价为 6.00 港元，相当于 2009 年 12 倍 P/E，投资评级调低为逊于大市。

- 沿海散货运价疲弱拖累公司四季度业绩** 沿海散货运价经过近半年持续下跌后近日受旺季因素带动虽有所反弹，但其中煤炭运价指数已从年内高点跌去 2/3，秦皇岛到广州现货煤运价目前仅约 40 元/吨，远低于 105 元/吨的 2008 年合同价水平。从公司公布的月度营运数据看，公司内贸煤运收入 11 月份大幅下滑，周转量也创出 2006 年以来的单月最低。据了解公司内贸煤实现运价连续数月下滑的原因主要是燃油附加费随油价下调有所下滑，同时因为需求疲弱，11 月起放弃向部分货主收取滞期费，尽管如此，内贸煤 COA 合同运量仍然无法完成。
- 2009 年电煤合同运价可能大幅下调达 50%** 我们预计大量输入电煤、出口型企业较多的华南及华东沿海地区受全球金融海啸影响最大，同时受益于 4 万亿政府刺激经济政策相对有限，加上进口煤炭、矿石价格和国际海运费的双双大跌（目前澳洲至中国的煤炭运费约 4 美元/吨），沿海散货运价疲弱短期难以扭转。中海发展 2009 年电煤合同运

盈利预测及估值

12月31日(人民币百万)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业额	9,574.9	12,394.7	16,880.7	11,816.5	12,998.1
增长(%)	12.4	29.5	36.2	-30.0	10.0
净利润	2,755.9	4,546.4	5,924.2	1,688.6	1,841.3
增长(%)	2.4	65.0	30.3	-71.5	9.0
每股盈利	0.83	1.35	1.74	0.50	0.54
每股股息	0.30	0.50	0.55	0.15	0.18
市盈率(x)	9.2	5.6	4.4	15.2	14.1

资料来源:公司资料、招商证券(香港)预测

逊于大市
(调低)

目标价: HK\$6.00

2008 年 12 月 30 日

现价: HK\$7.62

彭博: 01138 HK
路透: 01138. HK

股本数据

H 股发行股数(百万)	1,296
H 股市值(港元百万)	9,875.52
52 周高/低(HK\$)	29.35/4.32
平均成交金额(港元百万)	4,111.24
主要股东	持股%
中海总公司	47.5
自由流通量(H)	38.1
自由流通量(A)	61.9

招商证券(香港)公司研究部

徐锦

852-3189-6888

86-755-82960093

xujin@cmschina.com.cn

股价表现



资料来源: 彭博

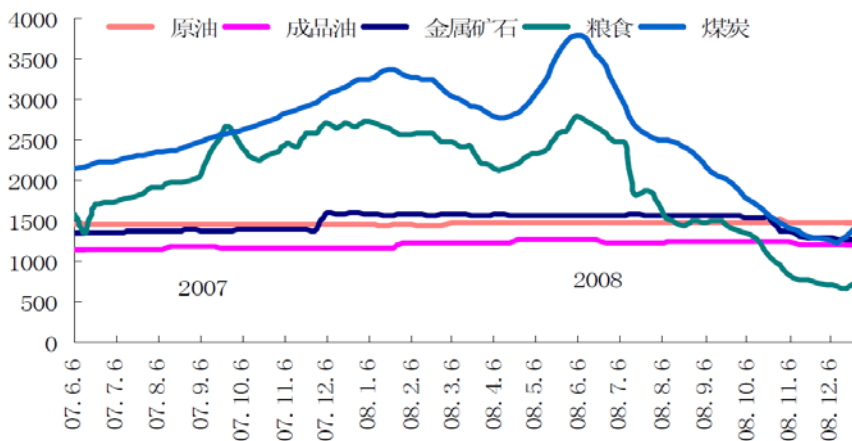
请务必阅读正文之后的免责条款部分

价大幅下调没有悬念，我们目前预计可能下调 40-50%（据了解公司约 80% 货量为一年一谈；20% 货量与宝钢和粤电力三年一谈，2007-2009 年维持不变），加上货量也难有增长，公司 09 年内贸煤运收入估计约有 30-40% 的降幅。公司今年前 11 个月内贸煤运收入达 66 亿元，2009 年电煤合同运价的大幅下调对公司盈利的不利影响将十分显著。

- **2009 年外贸油运难寄厚望** 公司 2008 年上半年外贸油运盈利略低于我们预期，2009 年公司 VLCC 等大型油轮运力将显著增加（其中 VLCC 增加 5 艘），但油运市场 2009 年在需求疲弱、OPEC 大规模减产及运力供应大增等影响下预计难以再现 2008 年的辉煌，我们预计即期市场运价表现甚至可能差过 2007 年。公司与中石化的进口原油运输 10 年长期协议的价格条款也为 1 年 1 定，其调整和执行情况值得关注。
- **租船业务 2008 年可能亏损** 公司今年上半年租入 1 艘 4.7 万吨级油轮、15 艘 112 万载重吨散货船，租入运力达到自有运力的 15%，但录得约 3000 万元的亏损。尽管 3 季度公司租船业务弥补了上半年的亏损，但四季度 BDI 暴跌下全球散货船全面亏损，我们估计公司以散货为主的租船业务难以独善其身，全年租船业务可能出现一定亏损。我们认为公司可能重新考虑未来两年其租入船舶的策略。
- **外贸散货业务表现与 BDI 指数高度正相关** 公司外贸散货业务目前主要是杂货运输，其运价表现也与 BDI 指数高度正相关，鉴于我们估计 2009 年国际干散货市场维持低迷，公司外贸散货业务收入 2009 年预计也将录得大幅倒退。
- **散货运力短期缺乏增长** 公司目前持有 45 艘散货船订单，但 2008 年-2009 年交付的散货运力仅有 5 艘 Suprmax 散货船，加上现有散货船队老化严重（根据公司网站最新数据，40% 以上的散货船船龄超过 25 岁，15 岁以下船龄的只有 31 艘），考虑到同行及电力企业均在积极增加沿海散货运力，我们估计公司短期内如不能及时补充运力，在沿海散货市场的份额将可能进一步下降。
- **业务模式维持稳健但盈利可预见性降低** 公司稳健的业务组合、稳定的沿海散货/油品业务及与大货主结盟的成功策略目前尚未受到严重冲击，但由于预期未来需求疲弱，主要货种的 COA 合同运量可能不再有充分保证，运价较波动的外贸油品业务比重增加等均可能降低公司盈利的可预见性及一段时间内盈利的稳定性。不过我们相信长期而言，随着大量运价稳定的 VLOC 投产及公司船队船龄结构的改善，公司盈利的可预见性可能有所恢复。
- **油价下跌减轻成本压力** 公司燃油成本占总成本的比例高达 40% 左右，油价的大幅下跌有助减轻公司成本压力。
- **风险因素** 部分船舶老化、短期运力不足导致内贸散货市场份额下降、外贸油品运价及内贸油品运价及运量下跌等。

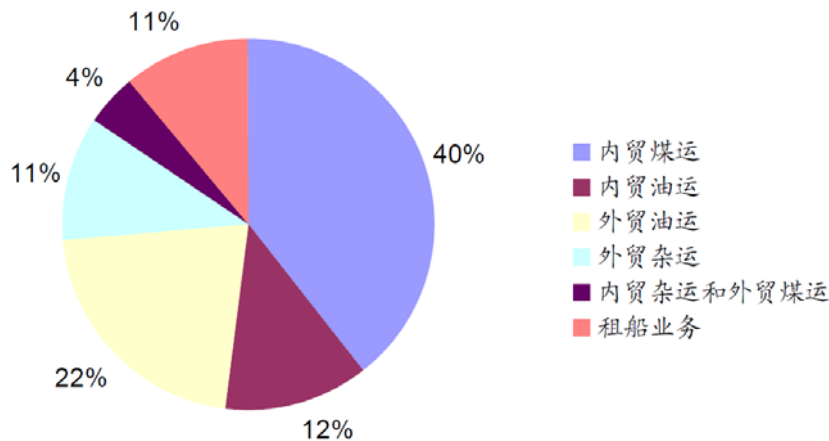
➤ **盈利预测及估值** 我们认为由于各业务板块短期内盈利能力均将大幅下滑，因此进一步调低公司 2008、2009 年每股收益预测至人民币 1.74 元、0.50 及 0.54 元，但相信随着公司船队规模的进一步扩大、船队结构改善及市场走出低迷，2010 年后公司盈利将恢复增长，公司仍将具备良好的长期投资价值。近日公司 H 股股价随国内沿海散货运价反弹，目前股价相对短期显著恶化的基本面情况已经进入轻微高估区域。基于短期盈利前景的转淡及可比公司估值的降低，以公司 09 年 0.8 倍 PB 得出的目标价为 6.00 港元，相当于 2009 年 12 倍 P/E，投资评级调低为逊于大市。

图 1: 中国沿海散货运价指数持续下跌后近日略有反弹



资料来源：上海航运交易所，招商证券研发中心

图 2: 中海发展 2008 年 1-11 月主营业务收入业务构成情况



资料来源：公司数据，招商证券（香港）

表 1: 公司 11 月当月及 2008 年 1-11 月累计运营数据

项 目	货运量(万吨)					运输周转量(亿吨海里)				
	本月数	本年累计	上年累计	同比增减	增减%	本月数	本年累计	上年累计	同比增减	增减%
内贸 油运	286.8	3,212.3	3,234.8	-22.5	-0.7	17.0	165.9	152.3	13.6	8.9
煤运	484.3	7,017.4	7,193.6	-176.2	-2.4	44.2	667.8	675.2	-7.4	-1.1
杂运	76.9	1,076.7	1,178.1	-101.4	-8.6	3.8	71.7	71.4	0.3	0.5
内贸合计	848.0	11,306.3	11,606.5	-300.1	-2.6	65.0	905.4	898.8	6.5	0.7
外贸 油运	208.7	2,405.7	2,259.4	146.3	6.5	77.0	780.9	732.4	48.5	6.6
煤运	19.31	97.2	264.8	-167.6	-63.3	3.3	33.3	74.4	-41.1	-55.3
杂运	58.1	778.0	530.0	248.1	46.8	30.8	419.5	279.8	139.8	50.0
外贸合计	286.2	3,280.9	3,054.2	226.7	7.4	111.1	1,233.7	1,086.6	147.1	13.5
合计 油运	495.5	5,618.0	5,494.2	123.7	2.3	94.0	946.7	884.7	62.0	7.0
煤运	503.6	7,114.6	7,458.4	-343.8	-4.6	47.5	701.1	749.6	-48.5	-6.5
杂运	135.1	1,854.7	1,708.1	146.7	8.6	34.6	491.3	351.1	140.1	39.9
运量合计	1,134.2	14,587.3	14,660.7	-73.4	-0.5	176.1	2,139.1	1,985.4	153.7	7.7
项 目	运输收入(万元)					单位运输收入(元/千吨海里)				
货 种	本月数	本年累计	上年累计	同比增减	增减%	本月数	本年累计	上年累计	同比增减	增减%
内贸 油运	19,398.1	204,332.4	190,165.4	14,167.0	7.4	114.0	123.2	124.9	-1.7	-1.3
煤运	37,107.0	659,369.6	445,142.0	214,227.6	48.1	84.0	98.7	65.9	32.8	49.8
杂运	2,116.4	56,443.5	45,611.0	10,832.5	23.7	55.6	78.7	63.9	14.8	23.1
内贸合计	58,621.5	920,145.5	680,918.4	239,227.1	35.1	90.2	101.6	75.8	25.9	34.2
外贸 油运	31,699.9	361,888.0	248,076.3	113,811.8	45.9	41.2	46.3	33.9	12.5	36.8
煤运	825.33	18,013.1	44,939.0	-26,925.8	-59.9	24.7	54.1	60.4	-6.3	-10.4
杂运	4,773.7	182,703.6	139,458.7	43,245.0	31.0	15.5	43.5	49.9	-6.3	-12.6
外贸合计	37,298.9	562,604.8	432,473.9	130,130.9	30.1	33.6	45.6	39.8	5.8	14.6
合计 油运	51,098.0	566,220.4	438,241.7	127,978.8	29.2	54.4	59.8	49.5	10.3	20.7
煤运	37,932.3	677,382.8	490,081.0	187,301.8	38.2	79.8	96.6	65.4	31.2	47.8
杂运	6,890.1	239,147.1	185,069.7	54,077.4	29.2	19.9	48.7	52.7	-4.0	-7.6
运输合计	95,920.4	1,482,750.3	1,113,392.4	369,357.9	33.2	54.5	69.3	56.1	13.2	23.6
加: 船舶出租	9,177.0	183,142.3	-	-	-	-	-	-	-	-
营业收入合计	105,097.4	1,665,892.6	1,113,392.4	552,500.3	49.6	-	-	-	-	-

资料来源: 公司网站

表 2: 公司手持新船订单及交付进度

	2008	2009	2010	2011	2012	艘数小计
VLCC	1	5	2			8
Panamax/handymax油轮	3	6	3			12
Suprmax散货船	1	4	5	8	4	22
Panamax散货船				4	4	8
VLOC		1	3	7	5	16
小计	5	16	13	19	13	66

资料来源: 公司网站数据(未包括合营公司订单)

简明综合损益预测表

百万人民币	2005	2006	2007	2008H1	2008E	2009E	2010E
营业额	8,515.2	9,574.9	12,394.7	9,113.6	16,880.7	11,816.5	12,998.1
经营成本	(5,155.3)	(6,193.7)	(7,329.3)	(5,381.5)	(9,982.0)	(10,081.8)	(11,090.0)
毛利	3,359.9	3,381.2	5,065.4	3,732.1	6,898.7	1,734.7	1,908.2
其它收益及应占合营盈利	266.2	386.6	708.7	513.7	850.4	1,003.5	1,204.2
管理费用	(253.3)	(223.5)	(214.8)	(105.7)	(247.1)	(284.1)	(326.7)
销售及其它费用	(90.7)	(113.7)	(58.1)	(21.2)	(69.7)	(83.7)	(100.4)
融资费用	(135.6)	(128.7)	(173.1)	(42.9)	(207.8)	(259.7)	(324.6)
除税前盈利	3,146.5	3,301.9	5,328.0	4,076.0	7,224.6	2,110.7	2,360.6
税项	(452.6)	(543.0)	(781.7)	(891.2)	(1,300.4)	(422.1)	(519.3)
本期盈利	2,693.9	2,758.8	4,546.4	3,184.9	5,924.2	1,688.6	1,841.3
股东应占盈利	2,691.2	2,755.9	4,546.4	3,184.9	5,924.2	1,688.6	1,841.3
少数股权	2.7	3.0	-	-	-	-	-
本期净利润	2,693.9	2,755.9	4,546.4	3,184.9	5,924.2	1,688.6	1,841.3
每股盈利 (全面摊薄)	0.81	0.83	1.35	0.94	1.74	0.50	0.54

资料来源：公司、招商证券（香港）预测

投资评级定义和免责条款

投资评级	定义
买入	预期股价在未来12个月较市场指数上升20%以上
优于大市	预期股价在未来12个月较市场指数上升10-20%之间
中性	预期股价在未来12个月较市场指数上升或下跌10%以内
逊于大市	预期股价在未来12个月较市场指数下跌10-20%之间
卖出	预期股价在未来12个月较市场指数下跌20%以上

免责声明:

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

作者声明: 本人未持有该公司股票及其相关衍生证券。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
公司网址: <http://www.newone.com.hk>
电话: (852)31896888 传真: (852)31010828