

分析师： 吴云英 021-63217743 wuyy@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 021-63217917 yangjf@cjsc.com.cn

沿海煤炭运价是影响 2009 年业绩的关键因素

调研简报

影响中海发展 2009 年业绩的主要因素有 2 个：一是沿海煤炭运价；二是油轮运价。特别沿海煤炭运价谈判是影响 2009 年业绩的关键因素。我们测算若 2009 年沿海煤炭运价跌至 2007 年水平，公司 EPS 为 0.98 元；若跌至 2006 年水平，公司 EPS 为 0.87 元；若跌至 2005 年水平，公司 EPS 为 0.82 元；若跌至 2004 年水平，公司 EPS 为 0.60 元。我们目前假定运价最悲观的情况，即跌至 2004 年水平，约 40 元/吨左右，则公司每股盈利在 0.59 元。

调研评论

沿海煤炭运价谈判压力大，预计会稍高于目前市场价格

目前公司已经开始与客户，包括电厂和钢厂接触摸底，准备进行 2009 年的运价谈判。但预计这次谈判会比较艰难，持续时间也会比较长。目前电厂正在与煤炭企业展开电煤合同谈判，预计跟煤炭企业的谈判基本明朗之后（以决定运输量），跟海运企业的谈判才会明朗。但目前合同电煤谈判也比较艰难。国际煤炭价格下跌和国际海运费的下跌（澳洲到中国的煤炭每吨运费才 4 美元/吨），使得使用国外煤炭的成本反而低于使用国内煤炭，因此南方的电力企业目前倾向于使用越南、澳洲进口煤炭，而减少从中国国内北方煤炭用量。这无论对于国内的煤炭企业还是沿海电煤运输企业都是不利的。

不过本周，沿海散货、沿海煤炭运价指数大幅反弹。沿海（散货）运价指数报 1273.46 点，较上周上升 6.41%。沿海煤炭运价指数 1434.34 点，比上周上涨 8.89%。沿海煤炭运价全面反弹，其中秦皇岛-广州的煤炭运价上涨 6 元/吨到 43 元/吨，秦皇岛-上海的煤炭运价上涨 4 元/吨到 36 元/吨。秦皇岛煤炭库存有持续减少趋势。主要有 2 个因素推动：一是冬季季节性储煤上升；二是部分钢厂开始恢复生产。运价的稳定有助于公司的谈判。不过运价只是止跌微弱反弹，预计持续上升时刻还没到来。

公司目前预计，最终谈判价格还是会稍高于目前的市场价格。对比以往公司合同运输价格与市场运价，2000 年公司全年均价略高于市场全年均价、2001-2002 年与市场均价基本一致，但 2003-2007 年合同价格远远低于市场价格。特别在 2004 年，公司合同运价平均 40 元/吨，但市场平均价格 80 元/吨；2007 年，公司合同运价平均 60 元/吨，但市场平均价格约 90 元/吨。也就是说，2003 年以来，公司在市场运价高的时候，给予客户相当的折扣。考虑到这一点，在市场最低迷的时候，谈判的合同价格预计会稍高于市场最低迷时候的价格。

回顾过去公司的合同运价，2008 年同比增长 40%（实际上，80%比重一年一谈的货量运价上涨幅度达到 50%；另外 20%货量由于是跟宝钢和粤电力三年一谈，2007-2009 年维持不变）。即到华东是 65 元/吨，到华南是 90 元/吨。2007 年合同运价上涨 14%。2006 年下调 3-5%；但由于燃油附加，实际上还微有上涨。

目前市场运价已经跌至 2001-2002 年水平。不过即使在目前市场价格下，公司的船舶还是能够盈利的。因为公司很多

船舶已经完全折旧，保本点非常低（比如 52 艘灵便型散货船载重量 114 万吨，平均船龄 25 年以上）。

长期来看，沿海电煤市场面临压力。一方面是中海发展和中国远洋海外船舶往回调；一方面电力企业，如粤电力等企业自己的船在 2010 年后陆续交付。公司目前沿海电煤市场份额是 27.5%，呈现逐年萎缩趋势。

11 月份，公司货物运输量和运输价格都明显回落。4 季度公司盈利环比将明显下降。1-11 月累计来看，货物运输量同比减少了 0.5%，减少了 73.4 万吨；不过由于运距有所加长，货物运输周转量同比增长了 7.7%；达到 2139 亿吨海里。

租入船全年亏损

公司租的船 112 万吨，今年底将到期 80 万吨，明年初完全到期；预计不会再续租。公司租入船上半年亏损 3000 多万，3 季度盈利弥补上半年亏损。但 4 季度又亏损。总计全年将亏损几千万。

2009 年油轮业务可实现盈利

目前有信息，在低油价背景下，一些国家租用单壳单底油轮用于储油。据称中国也会有这样的考虑。这样，会一定程度减轻投放市场的运力。2009 年的油轮市场或许不是太悲观。

此外，由于 2009 年 TD3 线基准运价平均上调了 38.2%，那么同样的 WS 对应的实际收益水平（等效期租水平 TCE）明显变化。比如 2008 年 WS 对应的 70 点相当于 2007 年的 100 点；2008 年的 40 点相当于 2007 年的 60 点。同时油价大幅度下跌，使得同样的 WS 对应的等效期租水平 TCE 变化。即使 2008 年 WS 跌到 40 点，公司的 VLCC 依然可以保持盈利。公司 2004 年交付的第一艘 VLCC “新金洋” 造价仅 6500 万美元，在租金水平 25000 美元/天左右即可保本；后面的几艘造价也在 8000-9000 万美元。未来订单将交付的 VLCC 造价 1.07 亿，在租金水平 30000 美元/天可保本。从历史租金水平看，1999 年 VLCC 平均租金水平 19553 美元/天；2002 年为 22376 美元/天。其余年份都在 30000 美元/天以上。从月度租金水平看，自 2006 年以来，只有 2007 年 8、9、10 月，租金水平低于 30000 美元/天，其余月份租金水平都在 30000 美元/天以上。前 10 年 VLCC 平均 TCE 为 52296 美元/天；前 5 年 VLCC 平均 TCE 为 69800 美元/天。

我国目前进口油由国内船东运输的比重只有 25%，其他很大份额被日本船东以及全球第一大油轮经营公司 Frontline（前线油轮）占领。国家“国油国运”的目标是到 2015 年达到 80%。按照目前的订单，2012 年预计可达到 50%。因此，长远来看，油轮企业还有一定发展空间。公司目标是到 2015 年公司进口原油能占到全国进口总量的 20% 以上，目前只有 6% 左右。

表 1: 2009 年油轮 WS 基准运价（flat rate）变化情况

	WS Flat Rate Δ	WS Multiplier
TD1	40.54%	0.712
TD2	38.24%	0.723
TD3	38.50%	0.722
TD4	40.06%	0.714
TD5	38.34%	0.723
TD6	21.89%	0.820
TD7	16.67%	0.857
TD8	37.86%	0.725

TD9	34.88%	0.741
TD10D	32.59%	0.754
TD11	29.17%	0.774
TD12	34.89%	0.741
TD14	35.02%	0.741
TD15	38.06%	0.724
TD16	31.72%	0.759
TD17	24.89%	0.801
TD18	23.40%	0.810
TC1	38.82%	0.720
TC2_37	35.10%	0.740
TC3_38	32.59%	0.754
TC5	38.82%	0.720
TC6	16.10%	0.861
TC8	38.49%	0.722
TC9	28.57%	0.778
TC4	35.66%	0.737
TC7	35.40%	0.739
TC10	38.42%	0.722

资料来源: clarkson

2009 年业绩能够保持盈利

预计明年全年业绩可保持盈利。但 1 季度或许是最坏的一个时期。因为一般 3、4 月份是一年淡季；再加之 1 季度，国内和全球经济都处于一个探底的过程中。

2004-2007 年公司煤炭实际运输价格是：2004 年 43.4 元/千吨海里；2005 年 57.2 元/千吨海里；2006 年 60.2 元/千吨海里；2007 年 66.4 元/千吨海里；2008 年前十一个月 98.7 元/千吨海里。

2008 年 EPS 约 1.76 元。测算 2009 年业绩，若 2009 年沿海煤炭运价跌至 2007 年水平，公司 EPS 为 0.98 元；若跌至 2006 年水平，公司 EPS 为 0.87 元；若跌至 2005 年水平，公司 EPS 为 0.82 元；若跌至 2004 年水平，公司 EPS 为 0.60 元。（按照 25% 税率测算）。我们目前假定运价最悲观的情况，即跌至 2004 年水平，约 40 元/吨左右，则公司每股盈利在 0.59 元。

公司 2008-2012 年资本支出总额 260 亿元以上，其中 2008-2011 年每年在 60 个亿以上。2008 年经营现金流约 60 亿；但 2009 年后预计经营现金流下降。不过公司目前负债率仅 28%，未来通过自有经营现金流和增加银行贷款可以覆盖资本支出。

2009 年公司整体投资机会缺乏，全年难以获得超越大盘的收益。不过，在航运股中属于业绩偏稳定公司，可跟随全球干散货航运指数和沿海散货运价指数做趋势性操作，获得波段收益。若在航运股中选择配置，基于其业绩稳定特征，我们认为公司还是首要可选择品种，因此仍维持“推荐”评级。

表 2: 中海发展收入预测

业务	项目	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
内贸煤炭	收入(百万元)	1638	2536	2656	4886	7299	3502	3677
	周转量(亿吨海里)	378	443	505	736	758.1	796.0	835.8
	平均运价(元/千吨海里)	43.4	57.2	60.2	66.4	96.3	44.0	44.0
内贸油品	收入(百万元)	2019	2167	2235	2071	2166	2274	2459
	周转量(亿吨海里)	173	196	195	165	173.3	181.9	187.4
	平均运价(元/千吨海里)	116.5	110.8	114.5	125.7	125.0	125.0	131.3
内贸杂运	收入(百万元)	205	224	259	520	704	554	582
	周转量(亿吨海里)	30	33	40	80	88.0	92.4	97.0
	平均运价(元/千吨海里)	68.5	67.6	64.9	65	80.0	60.0	60.0
内贸总收入		3862	4927	5150	7477	10168	6331	6719
外贸煤炭	收入(百万元)	135	170	236	520	200	100	106
	周转量(亿吨海里)	55	67	85	77	40.0	40.0	42.4
	平均运价(元/千吨海里)	24.7	25.5	27.6	67.5	50.0	25.0	25.0
外贸油品	收入(百万元)	1725	2515	3008	2737	3922	3398	5742
	周转量(亿吨海里)	357	605	720	807	871.6	1002.3	1303.0
	平均运价(元/千吨海里)	48.4	41.6	41.8	33.9	45.0	33.9	44.1
外贸杂运	收入(百万元)	547	704	601	1845	1869	934	981
	周转量(亿吨海里)	167	194	230	299	373.8	373.8	392.4
	平均运价(元/千吨海里)	32.7	36.3	26.1	66	50.0	25.0	25.0
外贸总收入		2407	3389	3845	5102	5991	4432	6829

资料来源: 长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2007A	2008E	2009E	2010E		2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	12687	17759	11763	14548	货币资金	1080	3167	1687	1065
营业成本	7339	9429	8915	10006	交易性金融资产	257	137	0	0
毛利	5348	8330	2848	4542	应收账款	638	893	592	732
% 营业收入	42.2%	46.9%	24.2%	31.2%	存货	286	366	350	392
营业税金及附加	247	346	229	284	预付账款	158	202	193	216
% 营业收入	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	37	51	34	42	流动资产合计	2420	4943	2999	2610
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	可供出售金融资产	18	0	0	0
管理费用	165	337	153	189	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.3%	1.9%	1.3%	1.3%	长期股权投资	1167	1767	2007	2307
财务费用	195	242	256	299	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.5%	1.4%	2.2%	2.1%	固定资产合计	19970	22006	25719	29219
资产减值损失	9	7	-8	4	无形资产	5	5	4	4
公允价值变动收益	98	-200	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	160	500	250	300	递延所得税资产	0	1	0	1
营业利润	4953	7646	2435	4025	其他非流动资产	27	27	27	27
% 营业收入	39.0%	43.1%	20.7%	27.7%	资产总计	23607	28750	30756	34167
营业外收支	425	365	250	250	短期贷款	722	555	990	1055
利润总额	5378	8011	2685	4275	应付款项	462	592	566	634
% 营业收入	42.4%	45.1%	22.8%	29.4%	预收账款	129	181	120	148
所得税费用	782	2003	671	1069	应付职工薪酬	108	139	133	149
净利润	4596	6008	2013	3206	应交税费	104	238	91	137
归属于母公司所有者的净利润	4596.1	6000.0	2010.8	3201.9	其他流动负债	186	242	227	254
少数股东损益	0	8	3	4	流动负债合计	1712	1392	1136	1322
EPS (元/股)	1.35	1.76	0.59	0.94	长期借款	3555	3500	3565	4000
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	245	0	0	0
					其他非流动负债	1925	1925	1925	1925
					负债合计	7438	7372	7617	8302
					归属于母公司	16072	21172	22881	25602
					所有者权益	98	106	109	113
					少数股东权益	16170	21278	22989	25715
					股东权益	23607	28650	30606	34017
					负债及股东权益				
					基本指标				
					EPS	1.350	1.762	0.591	0.940
					BVPS	4.83	6.37	6.88	7.70
					PE	6.07	4.65	13.88	8.72
					PEG	-0.54	-0.41	-1.22	-0.77
					PB	1.70	1.29	1.19	1.07
					EV/EBITDA	5.07	3.19	7.52	5.35
					ROE	28.6%	28.3%	8.8%	12.5%

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，经济学硕士，现为长江证券研究部行业分析师，研究领域为航运和港口。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看好： 相对表现优于市场
中性： 相对表现与市场持平
看淡： 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

推荐： 相对大盘涨幅大于10%
谨慎推荐： 相对大盘涨幅在5%~10%之间
中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持： 相对大盘涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。
