

中海发展 (600026) 大幅上扬点评

罗雄
 021-68407562
 luox@ccs.com.cn

可能的股改对价，刺激股价上扬

近期,中海发展走势强劲,我们通过多种渠道了解。我们分析其原因主要是以下两点:

- **BDI 指数在最近大幅反弹**,在8月3日达到最低点1747点后,出现了明显反弹,8月24日反弹到2634点,最高反弹幅度为50.7%。目前为2424点(9月5日),这对提振航运股的人气有一定帮助。
- **公司近期闭门谢客,市场传出公司将推出较为优厚股改对价方案。**

1、短期投资机会来源于可能的股改对价:

- **公司的阶段性投资机会源于股改对价。**这可能是公司未来一段时间存在的较大机会。我们采用折现自由现金流对公司估值时,显示公司价值相若于当前股价。如公司股改给予较为丰厚的对价,将显著增厚公司流通股权的含权价值。在10送2或3的情况下,公司每股含权价值将被增厚20%—30%。
- **我们注意到,公司为含有H股的上市公司。**公司股改方案除了需要和A股股东磋商以外,还受到H股股东制肘,股改方案的推出,不管在程序上还是内容上都更为复杂,我们预计股改方案最终的施行仍有待多方周旋。
- **送股将大幅提升公司理论价值。**按照航运业及业内公司的正常发展轨迹,我们估算公司的绝对价值为7.59元,相当于当前股价。(不考虑对价)。若考虑到对价因素,则公司的理论价值将显著提升。根据我们的估值模型,在10送2的情况下,目前流通股的含权价值为9.11元/股;在10送3的情况下,目前流通股的含权价值为9.87元/股,相对当前股价仍有一定的上升空间。

表1: 中海发展盈利预测

会计年度:	2004	2005E	2006	2007
主营业务收入	648695.55	854007.69	877492.90	903817.69
同比增长率	25.31%	31.65%	2.75%	3.00%
EBITDA	298883.16	449854.63	433610.56	399279.16
同比增长率	223871.62	345901.16	328590.43	293192.36
净利润	189207.40	294530.87	279671.30	251387.11
同比增长率	92.67%	55.67%	-5.05%	-10.11%
主营业务利润率	37.55%	42.75%	39.70%	34.70%
净利率	29.17%	34.49%	31.87%	27.81%
EPS	0.57	0.89	0.84	0.76
P/E	13.13	8.44	8.88	9.88
P/B	2.91	2.36	1.99	1.75
净资产收益率	22.20%	27.94%	22.45%	17.73%
总股本(万股)	332600	332600	332600	332600

表2：中海发展DCF估值（含权理论价值估算）

	不考虑送股	10送2情况	10送3情况
无风险收益率	3.60%	3.60%	3.60%
风险溢价	8.00%	8.00%	8.00%
beta系数	1.1	1.1	1.1
行业beta系数	1.3	1.3	1.3
股权成本	14.59%	14.59%	14.59%
边际税率	24.00%	24.00%	24.00%
税后债务成本	4.24%	4.24%	4.24%
WACC	0.14	0.14	0.14
企业核心价值 (M)	2,572,694.13	2,572,694.13	2,572,694.13
股权价值 (M)	2,524,541.12	2,524,541.12	2,524,541.12
每股价值 (元/股)	7.59	7.59	7.59
流通股含权价值	7.59	9.108	9.867

资料来源：招商证券

2、我们对行业走向的判断：

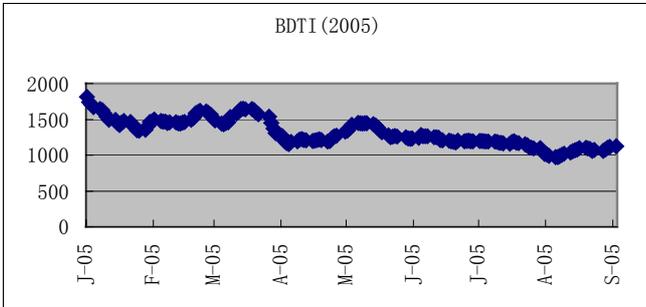
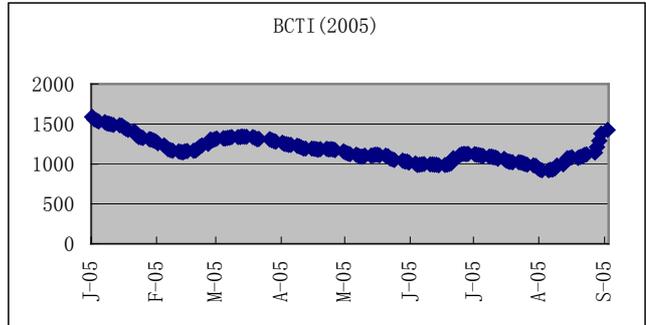
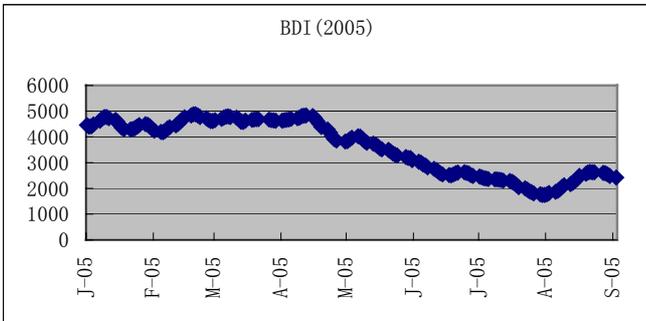
- **我们坚持，在中期策略报告中，认为航运业在05年见顶，06年继续回落的判断。**综合各方的统计和预测，考虑到部分船只的报废淘汰，我们认为在世界经济增速回落的大背景下，05年航运业运力供需基本平衡，而06年运力过剩可能难以避免。可以说航运业的需求和供给形势正在发生逆转。我们认为，干散货市场中长期趋势仍将震荡回落，BDI最终调整区间将在1000—2000点。也就是说，干散货行业利润率将回落到社会平均利润率水平。集装箱需求和运力的增长都远高于散货和油运，目前集装箱市场处于一种高速增长动态平衡。根据目前的数据判断，需求增长的推动力已明显不足，而运力却在加速增长。油轮运输价格走向，取决于单壳船的淘汰力度。根据CLARKSON的交货统计来看，2005年、2006年油轮市场新船交付运力增长分别为7.35%和7.37%，05年油运市场面临的运力过剩压力要超过其他两个细分市场。该市场的变数在于单壳船可能存在的加速淘汰，但根据04年的情况看，由于市场景气，各船东公司都在尽量拖延单壳船的淘汰，因此我们预计其淘汰速度将较为缓慢。运力增长预计仍将超过市场需求。

可以说，航运业最景气的时候已经过去。从行业大背景来看，公司并没有太大的投资机会。

3、公司评级：

由于股改对价将直接提升公司理论价值，我们将公司的短期评级上调整为**谨慎推荐**，长期评级维持**A**不变。但我们同时提醒投资者，股改对价的不确定性将加剧股价波动，特别是公司为H股公司，公司的对价方案受到H股股东制肘。

图：2005年油品及干散货指数波动情况（截止9月5日）



附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 ±10%之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

本报告只是对调研公司的快速反应，具体内容和数据请参看正式报告。其中的信息为调研所得，报告中的内容和意见仅供参考。本邮件可能包含机密信息，只派发给特定的用户。任何更改或以任何方式传播、复制或派发此邮件内容的行为都被禁止。如果阁下错误收到本邮件，请及时与发信人联系，并删除所有电脑、磁盘或其他存储媒介中含有的本邮件内容。因使用或依赖本邮件或其内容而导致的任何直接或间接损失，招商证券不承担任何责任。