

招商轮船（601872）

——市场疲软导致 09 年业绩陷入低点

当前股价：4.88 元

投资评级： 观望（下调）

行 业： 水运

研究员： 余建军

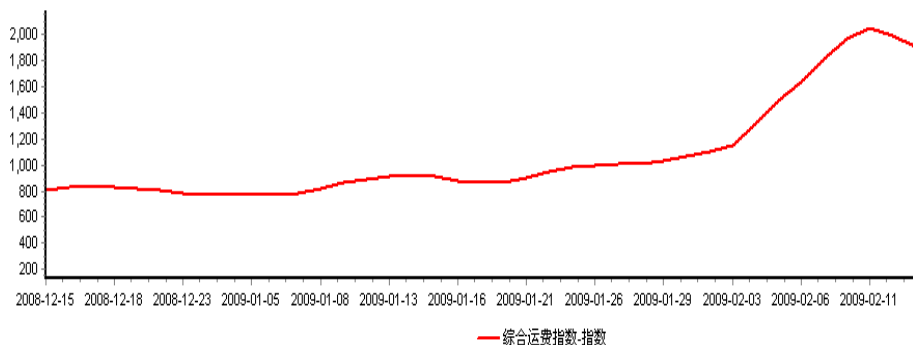
电 话：（8625）84457777×218 E-mail: yujjx@163.com

2009 年 02 月 18 日

1、 散货船业务收入和利润将会出现明显下滑

近期，BDI指数出现了大幅的上涨，主要的原因有：国内钢铁价格的上涨带动了矿石的进口，对运输需求短期内出现了恢复性的增长，而在运力供应方面，闲置的船舶重新投运需要时间，1月份的交船量较少，再加上运力报废的增加，市场运力对于这种需求没有来得及反应，导致了市场运价短期大幅上升。而放眼未来，运力的需求和供应基本面仍没有改观，运力过剩仍是不争的事实，因此，此次BDI指数的上涨只是市场大幅下挫之后的恢复性上涨，属于短期反弹的性质，随着运价的上涨，部分船舶将会由亏损转为盈利，运力的供应将会增加，压制BDI指数上涨。因此，我们仍然维持09年策略报告中对于干散货市场的判断：干散货运输市场至少两年内都将维持较低的景气度，运价将围绕干散货船盈亏平衡点波动；09年BDI指数的大致波动区间为1500点-2500点。

图：近三个月BDI指数走势图



数据来源：Wind资讯

公司当前有14艘巴拿马（2艘）和大灵便型（12艘）干散货船，70万载重吨。基本全部为期租。根据公司08年中报，公司已经锁定了09年干散货船运营天数的1/3，期租收益为47568美元/天。08年中期后到期的四艘散货船，公司及时将其期租出去，锁定了收益，收益水平5万美元/天左右，但在08年10月份之后，BDI指数暴跌，公司陆续有5艘干散货船到期，此后锁定的期租收益仅有1万美元/天左右，仅能维持盈亏平衡。除了部分巴拿马船舶期租时间为2年外，其他船舶期租时间基本都为1年。09年，干散货船的平均期租收益会有明显下滑。

由于干散货市场运价波动幅度巨大，导致了期租价格和现货市场价格的巨大差异，伴随的是期租船舶违约率的上升，或者租船方要求降低期租价格。公司当前租出的船舶没有受到违约的影响，但相关风险正在上升。

公司订造的7艘好望角船在09年、10年和11年将分别交付1艘、2艘和4艘。公司计划对未来交付的好望角船也采取期租的形式经营，计划租期至少5年，以稳定收益。尽管当前干散货市场景气程度较差，但公司并不打算推迟船舶交付。而且，公司对先期交付的船舶已经签订了相关租赁合同。

表：公司船舶订单交付日期

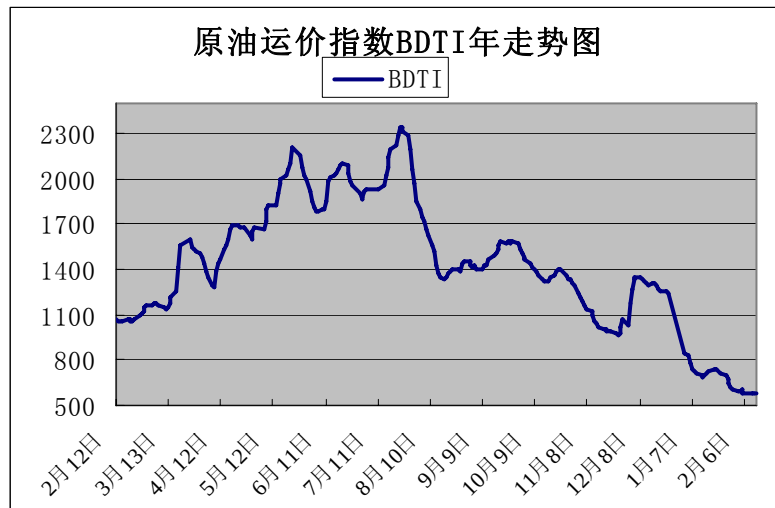
船名	船旗	载重吨	交船日期
明鸿	香港	18 万	2010. 12. 31
明誉	香港	18 万	2011. 4. 30
明源	香港	18 万	2009. 11. 30
明顺	香港	18 万	2011. 1. 31
明景	香港	18 万	2011. 6. 30
明立	香港	18 万	2010. 5. 31
明舟	香港	18 万	2011. 6. 30

数据来源：公司公告

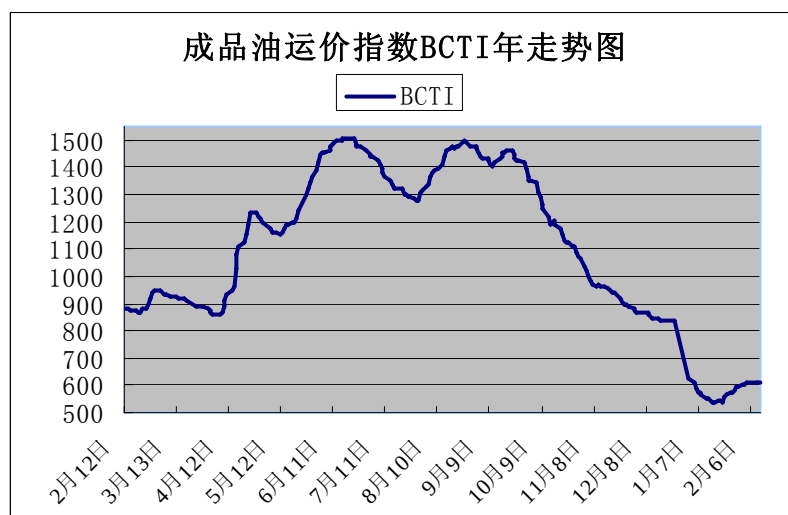
2、油轮业务受益于运力增长

尽管09年油品运输市场运价也会下挫，相对于干散货市场，油品运输市场表现仍将较好。近期，国际原油和成品油运价出现了大幅下跌，但是，和干散货船的大幅亏损不同，油轮仍能保持一定的盈利。而且，干散货市场由于运力增幅太大，在2010年仍有可能维持疲态，而油运市场在世界经济稳定后，由于运力供需的增速差距较小，在2010年有可能出现复苏。

为了规避风险，公司在5万美元/天左右，将其VLCC期租出去，锁定了收益。09年是公司订造的油轮的交付高峰期，预计有4艘VLCC和1艘阿夫拉交付，10年和11年分别有2艘和1艘VLCC交付，10年还将交付1艘阿夫拉。09年，公司将完成对单壳VLCC的改造，公司还有3艘单壳阿夫拉油轮，船龄达到了22年，预计在未来两年内陆续出售报废。在单壳油轮改造完成之后，再考虑到不断交付的新油轮，公司油轮船队的竞争力明显增强，再加上海宏公司优秀的经营管理能力，公司油轮业务有望获得较好收益，成为公司未来业绩的支柱。

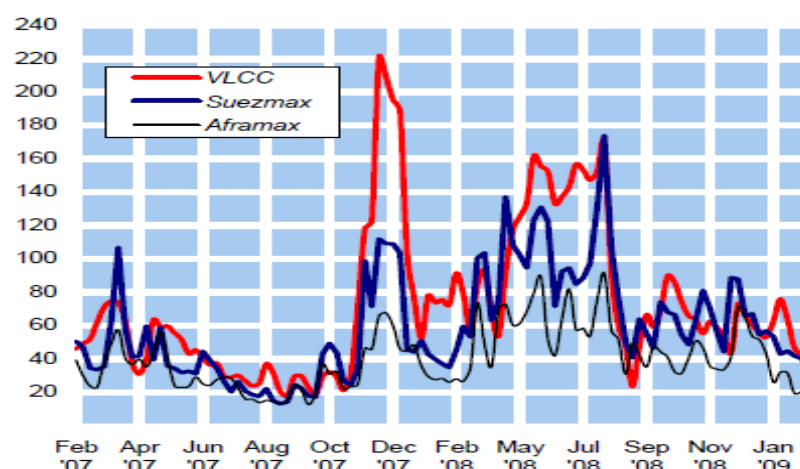


数据来源：Bloomberg



数据来源：Bloomberg

图：油轮现货市场收益水平（千美元/天）



数据来源：Clarkson

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

3、液化天然气船将贡献可观收益

公司通过子公司香港明华和大连远洋成立CLING公司，参与福建和广东的液化天然气进口。公司占50%权益。08年已经交付3艘液化天然气船，09年将交付两艘。液化天然气运输对技术要求较高，一般采取长期合同的方式锁定收益，公司的LNG船有25年的期租合同，公司预计的投资收益率为12%，投入资金6.15亿元，全部投用后，公司预计每年提供7000多万元的投资收益，而根据已经交付船舶的运行情况，实际收益率可能超过这个水平，初步预计09年贡献投资收益3000万元，10年为所有船舶完整运营的第一年，在摊销完运营初期的费用后，投资收益将达到1亿元。

公司正在争取上海的进口液化天然气项目，在项目拿下后，公司预计会加大对液化天然气船的投资。

4、下调评级至“观望”

公司部分的干散货船在08年市场较好的时候签订了期租合同，随着这些合同在09年逐步到期，公司干散货船的整体期租价格水平会有较大幅度下降，08年为公司干散货业务的高点，未来两年，即使考虑新交付的船舶，公司的干散货业务的盈利都难以恢复到以前水平。09年是油轮运价和盈利水平的低点，但此后，预计随着公司运力的增长以及运价水平的恢复，油轮业务将贡献主要的利润。

我们采用单船盈利汇总的方法计算公司的业绩，预计公司08年-11年的每股收益为0.41元、0.21元、0.32元和0.53元，其中08年业绩公司已经在业绩快报中进行了公告。2月18日的收盘价为4.88元，对应的08年-11年的市盈率为12倍、23倍、15倍和9倍。09年是公司业绩的低点，我们采用08年-10年三年平均业绩0.31元对公司进行估值，考虑到公司期租船舶较多，稳定性比一般的即期市场运营的公司要好，给与12-15倍市盈率，合理股价区间为3.7元-4.6元，当前的股价已经反映了未来市场恢复性上升和运力增加对公司业绩的贡献，我们调低公司投资评级至“观望”。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现15%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 15%;

观望: 市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责条款:

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我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, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。