

罗雄
 021-68407562
 luox@cmschina.com.cn

2009年11月13日

招商轮船(601872.SH)/5.66元

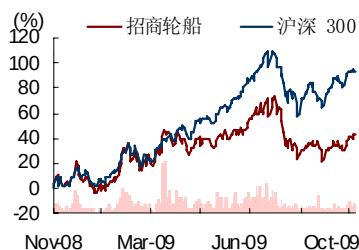
正逐步度过盈利低谷
交通运输 · 水陆运输
目标估值：7元
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3173
总股本(万股)	343340
已上市流通股(万股)	157684
总市值(亿元)	192
流通市值(亿元)	88
每股净资产(MRQ)	2.7
ROE(TTM)	2.3
资产负债率	32.9%
主要股东	招商局轮船股份有限
主要股东持股比例	54.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	14	1	42
相对表现	4	-27	-55



相关报告

《航运业 2009 年四季度投资策略——油轮市场可以相对乐观》

公司主要经营油轮和干散货业务。随着欧美经济的回暖，油轮业务的景气回升可能正逐步加大，我们预计 2010 年 WS 回升幅度在 20% 左右。而且，明年公司油轮有效运力的增长将达到 30% 以上，这将进一步推动公司业绩回升。

- 截止 2009 年 10 月，公司主要拥有油轮、散货船和参股的 LNG 船公司。油轮是公司的主要运营资产：油轮 17 艘，共 340 万载重吨。另有订单 6 艘，共 160 万载重吨。散货船：拥有散货船 14 艘，共 70 万载重吨。另有订单 7 艘，全部为 18 万载重吨的 CAPESIZE 型散货船，运力达 126 万载重吨。LNG 船：拥有 LNG 船 4 艘，尚有 1 艘将于 2009 年和 2010 年投入运营。
- 油轮需求开始复苏：目前，欧美等发达国家经济进入快速复苏期，欧美等主要国家的石油需求的环比的数据自 7 月份以来一直都在上升。国际能源署开始上调预期，在经历了连续几个月的需求向下修正之后，国际能源署在 8 月份和 9 月份两次较大幅度上调全球石油需求。目前 IEA 能源署预期 2009 年全球石油需求为 84.4 百万桶/日，较今年 5 月份的预期上调了 1.2 百万桶/日。
- 油轮市场期待事件推动：油运市场通常受地缘政治、气候等诸多突发性短期因素影响比较大，目前虽然市场运力相对整体需求而言是有所过剩的，但在局部市场，还是可能出现运力的短缺现象。未来会否出现一些这类短期因素，并对油运市场产生积极影响是后面的看点。
- 公司的赢利预期：2009 年是公司非常困难的一年，首先是油轮行业景气度大幅下滑，其次公司新船尚未到位，而老船改造也未完成，导致公司油轮业绩急剧下降。而公司干散货业务由于市场低迷，加上在较低点位锁定了部分运力，导致赢利不佳。展望 2010 年，油轮市场景气有望有所回升，加上公司可用运力大幅增长，业绩回升可期。我们预计公司 2009 年 EPS 为 0.16 元，2010 年 EPS 将达到 0.29 元。估值水平位于同业上市公司低端。
- 我们维持公司投资评级“审慎推荐 A”。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	2421	3211	1747	2576	3295
同比增长	-1%	33%	-46%	47%	28%
营业利润(百万元)	896	1313	559	1067	1355
同比增长	-9%	47%	-57%	91%	27%
净利润(百万元)	848	1233	559	990	1226
同比增长	-4%	45%	-55%	77%	24%
每股收益(元)	0.25	0.36	0.16	0.29	0.36
PE	20.6	14.2	31.3	17.7	14.3
PB	2.0	1.9	1.9	1.8	1.6

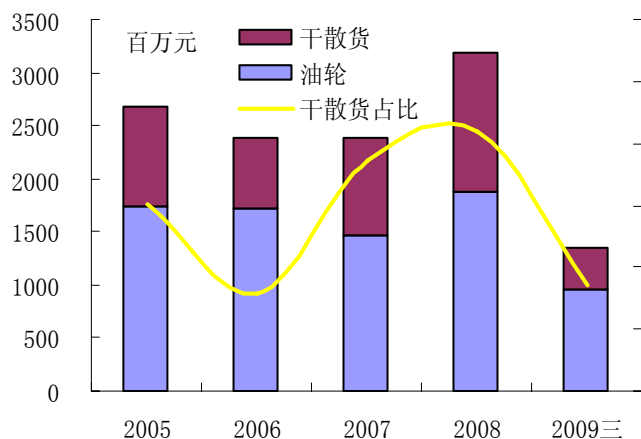
资料来源：招商证券

一、油轮和干散货船相结合的船公司

1、公司的业务结构

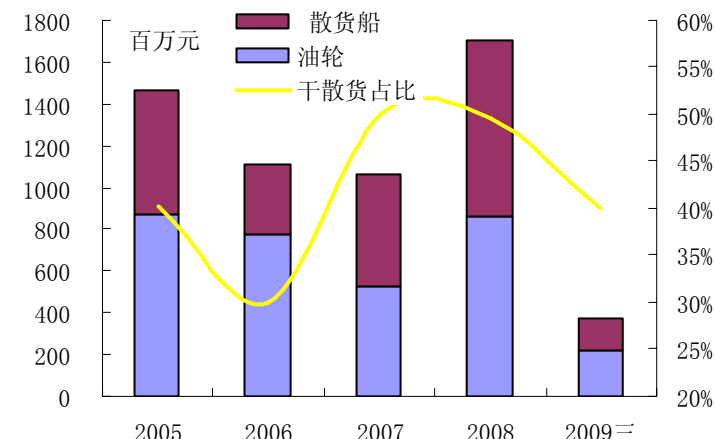
公司主要经营油轮和干散货业务。2009 年前三季度，收入为 13.5 亿元，其中干散货收入占总收入的 28%；总毛利为 9.7 亿元，其中干散货业务占总毛利的 40%。

图1：公司收入状况



资料来源：公司报表

图2：公司毛利状况



资料来源：公司报表

2、公司主要资产

截止 2009 年 9 月，公司主要拥有油轮、散货船和参股的 LNG 船公司。

- **油轮：**油轮 17 艘，其中 8 艘 VLCC、8 艘 AFRAMAX，1 艘 SUEZMAX。共 340 万载重吨。

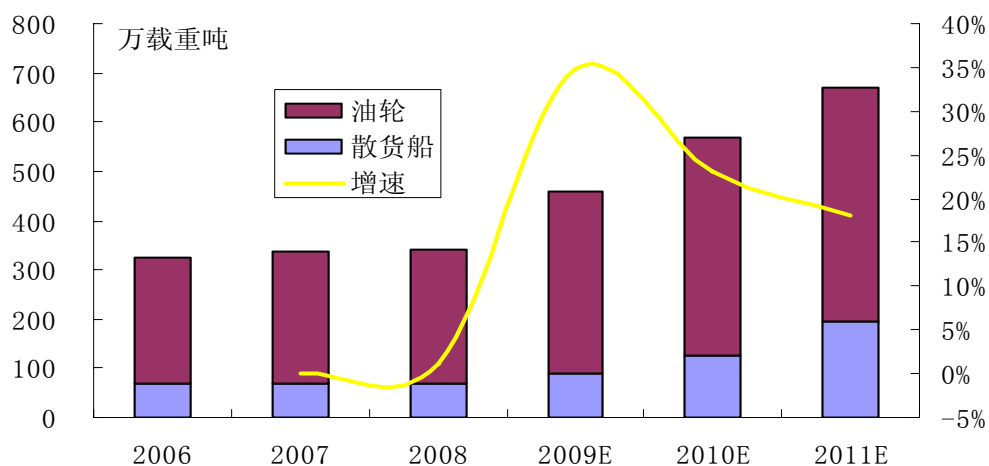
另有订单 6 艘，共 160 万载重吨。其中 VLCC5 艘。

- **散货船：**拥有散货船 14 艘，共 70 万载重吨。

另有订单 7 艘，全部为 18 万载重吨的 CAPESIZE 型散货船，总运力达 126 万载重吨。预计可于 2009 - 2011 年陆续投入使用。

- **LNG 船：**拥有 LNG 船 4 艘，尚有 1 艘将于 2009 年末投入运营。

从盈利模式而言，LNG 运输是固定航线、保证回报式的模式。运价的确定方式是保证内部回报率 12% 的方式，因此每艘 LNG 对公司每年盈利贡献约为 2000 - 2400 万人民币之间，计入公司投资收益。

图3：公司主要船舶资产


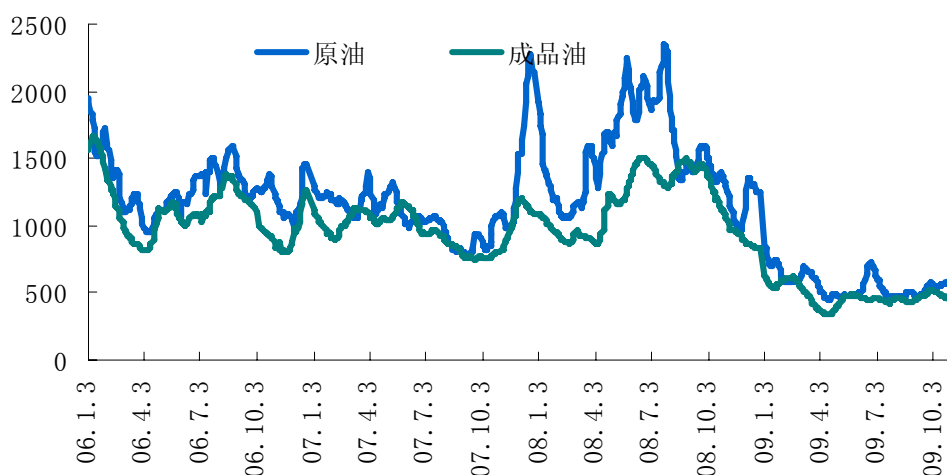
资料来源：公司公告

二、油轮业务：09 年将是利润低谷

1、09 年运价低位徘徊

- 我们预计公司 2009 年油轮运价下跌将超过 40%。
- 公司通过期租的方式锁定了部分船舶运价。

目前，公司油轮船队已经锁定的 2009 年营运天为 1,697 天，平均租金水平 40,290 美元/天，已经锁定的 2010 年营运天为 654 天，平均租金水平 45,730 美元/天；

图4：油轮市场运价走势


资料来源：公司公告

2、预计 2010 年运价将有所回升

(1) VLCC 市场

2009 年前三季度 VLCC 市场总体表现十分疲弱，总体走势远逊预期。

以中东/东向航线的 VLCC 运费指数 TD3 为例：

今年前三季度 TD3 平均费率 WS39.6，比去年同期平均 WS150 大幅下跌 73%；今年至今 TD3 费率波幅区间 WS25.8~71.5。

2010 年，我们预计 TD3 平均费率恢复到 WS50 点的可能还是比较大的，也就是比 2009 年回升 20%。

(2) Aframax 市场

今年前三季度 Aframax 市场走势同样极其疲软。运费指数 TD8（中东/新加坡航线）平均费率 WS70.9，比去年同期 WS206.6 大跌 66%；TD8 费率波幅区间 WS59.6~108.6。

今年 1 季度从 1 月 2 日 WS108 点的最高位迅速下跌至 3 月底 WS60；2 季度在 WS60~70 区间水平窄幅波动；3 季度至今同样徘徊在 WS60~75 的窄幅区间运行。

2010 年，我们预计 TD3 平均费率恢复到 WS90 点的可能还是比较大的，也就是比 2009 年回升 30%左右。

3、公司运力进入交付高峰

截止 9 月 30 日，油轮船队经营管理 17 艘油轮（8 艘 VLCC、1 艘 Suezmax、8 艘 Aframax），合计 331 万载重吨。其中，1 艘 Aframax 新船“凯达”和 2 艘 VLCC 新船“凯兴”、“凯成”相继于 2009 年 1 月 3 日、2009 年 4 月 15 日、2009 年 4 月 28 日在船厂顺利接船；Suezmax “凯福”轮和 VLCC “凯力”轮也分别于 2009 年 1 月 10 日和 4 月 19 日完成单改双。

此外，油轮船队新船订单还包括 5 艘 VLCC 和 1 艘 Aframax 油轮，预计于 2010 年至 2011 年陆续交付。其中，老龄单壳 Aframax 油轮“凯志”轮于 2009 年 9 月 3 日出售，卖船款 524 万美元，卖船净收益 237 万美元。

表 1：公司油轮船队供给情况

单位：	08 年		09 年 9 月		09 年 E		10 年 E	
	艘	万 DWT	艘	万 DWT	艘	万 DWT	艘	万 DWT
油轮船队	15	275	17	346	19	405	22	475
其中：VLCC	6	176	8	235	10	295	12	354
Suez			1		1		1	
AFRA	9	99	8	110	8	110	9	121
年度增长		3.70%		25.64%		47.26%		17.40%

来源：公司公告

4、预计 2010 油轮赢利将有所回升

2010 年，在有效运力快速增长和运价见底回升的推动下，预计公司油轮业绩将有明显上升。

三、公司干散货业务：预计 2010 年和 2009 年基本持平

1、09 年运价大幅下跌，四季度望阶段性回升

前三个季度 BDI 均值为 2363 点，同比下跌 71%。和公司船型相关较大的 BSI 均值为 1509 点，同比下跌 70%。

干散货航运市场今年以来较快地走出去年下半年近乎崩盘的阴影，主要动力是中国铁矿石和煤炭的超预期进口。今年前三季度，中国铁矿石进口创下天量，累计进口 4.69 亿吨，同比增长 36%，超过去年全年的总和。同时，由于国际煤炭价格及海运费回落，中国煤炭进口创下历史新高，1-8 月共进口 7562 万吨，同比增长 157%。

由于传统的季节性因素，今年第四季度干散货航运市场有机会出现阶段性上扬，但 BDI 较难突破今年 6 月的 4000 点高位，预计全年平均水平在 2500 点左右。

公司通过期租的方式锁定了部分船舶运价。公司散货船队锁定的 2009 年营运天为 1,147 天，平均租金水平 23,090 美元/天，已经锁定的 2010 年营运天为 623 天，平均租金水平 34,725 元/天。

2、我们对 2010 年的运价判断谨慎

在中期策略报告中，我们认为，干散货需求的复苏将较集装箱和油轮更早和更强劲，这是我们前期推荐干散货的主要原因。但目前来看，中国需求复苏的力度开始减弱，对于散货市场的拉动力也没有前期大了。

对 2010 年而言，一方面由于中国铁矿石进口基数已经非常高，达到 5000 万吨/月以上，为历史最高水平。明年继续大幅增长可能较小。另一方面 BDI 反弹以后新船交付源源不断。总的来说，经济前景的不确定性以及对复苏程度的担忧，以及船舶供求关系的严重失衡，对于干散货航运市场的发展难言乐观。

3、公司新造船 2010 年开始交付

表 2：公司散货船队供给情况

单位：	08 年		09 年 9 月		09 年 E		10 年 E	
	艘	万 DWT	艘	万 DWT	艘	万 DWT	艘	万 DWT
散货船队		70		70		88		124
其中：CAPE					1	18	3	54
其它	14	70	14	70	14	70	14	70
年度增长		0.00%		0.00%		25.75%		40.95%

来源：公司公告

4、预计 2010 公司干散货赢利基本持平

我们预计 2010 年 BDI 平均点位在 2000—2500 点之间，比今年略有下降。考虑到明年的新增运力，我们预计明年干散货市场赢利和今年基本持平。

四、液化天然气（LNG）船

LNG 船：拥有 LNG 船 4 艘，尚有 1 艘将于 2009 年末投入运营。

从盈利模式而言，LNG 运输是固定航线、保证回报式的模式。对于每个 LNG 接收站，进口方和进口量都是固定的，从而运营航线也是固定的。运价的确定方式是保证内部回报率 12% 的方式，因此每艘 LNG 对公司每年盈利贡献约为 2000—2400 万人民币之间，计入投资收益。

五、赢利预测和估值比较

1、赢利预测

我们预计公司 2009~2011 年 EPS 分别为 0.16、0.29、0.36 元。2009 年及以后，运力提升将是公司业绩增长最大的驱动因素。

表 3：收入预测

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
油品运输	1458	1882	1129	1897	2276
干散货运输	919	1301	618	679	1019
合计	2377	3183	1747	2576	3295

来源：招商证券

表 4：成本预测

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
油品运输	928	1024	815	1084	1301
干散货运输	388	454	346	374	561
合计	1316	1478	1162	1458	1862

来源：招商证券

表 5：毛利率预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
油品运输	36.4%	45.6%	27.8%	42.8%	42.8%
干散货运输	57.8%	65.1%	43.9%	42.9%	42.9%
合计	44.6%	53.6%	33.5%	42.9%	42.9%

来源：招商证券

表 6: 盈利预测简表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2421	3211	1747	2576	3295
营业成本	1356	1505	1162	1472	1883
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	81	75	58	86	110
财务费用	26	39	28	51	68
资产减值损失	2	235	0	0	0
公允价值变动收益	(47)	(7)	0	0	0
投资收益	(14)	(37)	60	100	120
营业利润	896	1313	559	1067	1355
营业外收入	39	123	70	50	30
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	934	1434	628	1117	1384
所得税	52	153	49	87	107
净利润	882	1282	579	1030	1277
少数股东损益	33	49	21	40	51
归属于母公司净利润	848	1233	559	990	1226
EPS (元)	0.25	0.36	0.16	0.29	0.36

资料来源: 招商证券

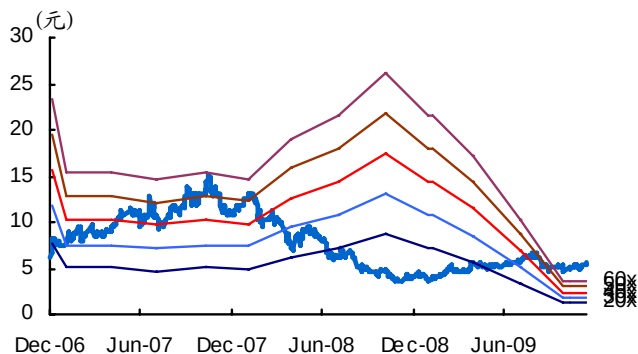
2、估值比较: 公司估值水平在业内公司处于低端

表 7: 业内 A 股公司估值比较

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	PB	股价
中远航运	11.79	1.11	0.20	0.36	60.0	32.4	3.5	审慎推荐-A
中国远洋	14.59	1.06	-0.29	0.03	-	486.3	3.0	审慎推荐-A
中海发展	14.81	1.59	0.35	0.46	42.3	32.2	2.3	中性 A
招商轮船	5.58	0.36	0.16	0.29	34.9	19.2	2.0	审慎推荐-A
长航油运	7.69	0.37	0.08	0.24	96.1	32.0	2.7	中性 A
宁波海运	5.51	0.35	0.12	0.13	45.9	41.3	2.6	中性 A
中海海盛	10.26	0.23	0.16	0.22	64.1	46.6	4.1	中性 A
中海集运	4.68	0.01	-0.13	-0.05	-	-	1.8	中性-B
平均值		0.64	0.08	0.21	57.2	98.6	2.7	

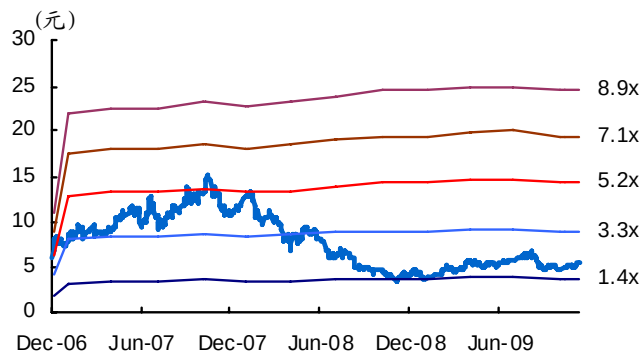
资料来源: 招商证券

图5: 招商轮船历史PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图6: 招商轮船历史PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	4489	5256	3413	2202	3212
现金	4119	4926	3183	1889	2811
交易性投资	1	0	1	1	1
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	248	124	104	153	196
其它应收款	19	73	59	75	97
存货	86	41	66	84	107
其他	16	92	0	0	0
非流动资产	8548	9091	10138	12519	13240
长期股权投资	368	395	400	400	400
固定资产	4461	4722	8197	10578	12773
无形资产	0	0	0	0	0
其他	3720	3974	1542	1542	68
资产总计	13037	14347	13551	14721	16452
流动负债	3394	2581	1915	2383	3205
短期借款	2747	1914	1400	1800	2563
应付账款	196	144	168	213	272
预收账款	15	18	13	16	21
其他	436	505	334	353	348
长期负债	774	2185	2196	2166	2166
长期借款	606	2058	2028	1998	1998
其他	168	127	168	168	168
负债合计	4168	4766	4112	4549	5371
股本	4318	3433	3433	3433	3433
资本公积金	0	4356	4383	4383	4383
留存收益	1588	0	2968	3661	4519
少数股东权益	111	151	172	212	262
母公司所有者权益	8759	9430	9267	9961	10819
负债及权益合计	13037	14347	13551	14721	16452

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	1222	2054	1230	1683	2105
净利润	848	1233	559	990	1226
折旧摊销	404	339	458	671	834
财务费用	131	39	28	51	68
投资收益	51	37	(60)	(100)	(120)
营运资金变动	(246)	(18)	123	(22)	(4)
其它	0	109	122	94	101
投资活动现金流	(3602)	(1682)	(2132)	(3100)	(1600)
资本支出	(3602)	(2100)	(2100)	(3100)	(1600)
其他投资	0	78	(32)	0	0
筹资活动现金流	1763	472	(840)	122	417
借款变动	2068	1549	(731)	370	733
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加		38	27	0	0
股利分配	(300)	0	(168)	(297)	(368)
其他	(4)	(83)	32	49	52
现金净增加额	(616)	843	(1743)	(1294)	922

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2421	3211	1747	2576	3295
营业成本	1356	1505	1162	1472	1883
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	81	75	58	86	110
财务费用	26	39	28	51	68
资产减值损失	2	235	0	0	0
公允价值变动收益	(47)	(7)	0	0	0
投资收益	(14)	(37)	60	100	120
营业利润	896	1313	559	1067	1355
营业外收入	39	123	70	50	30
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	934	1434	628	1117	1384
所得税	52	153	49	87	107
净利润	882	1282	579	1030	1277
少数股东损益	33	49	21	40	51
母公司所有者净利润	848	1233	559	990	1226
EPS (元)	0.25	0.36	0.16	0.29	0.36

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	-1%	33%	-46%	47%	28%
营业利润	-9%	47%	-57%	91%	27%
净利润	-4%	45%	-55%	77%	24%
获利能力					
毛利率	44.0%	53.1%	33.5%	42.9%	42.9%
净利率	35.0%	38.4%	32.0%	38.4%	37.2%
ROE	9.7%	13.1%	6.0%	9.9%	11.3%
ROIC	7.1%	8.8%	4.2%	7.4%	8.4%
偿债能力					
资产负债率	32.0%	33.2%	30.3%	30.9%	32.6%
净负债比率	26.6%	29.2%	25.5%	26.0%	27.7%
流动比率	1.3	2.0	1.8	0.9	1.0
速动比率	1.3	2.0	1.7	0.9	1.0
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
存货周转率	38.5	50.6	32.7	34.3	34.5
应收帐款周转率	23.5	33.3	23.5	23.1	21.7
应付帐款周转率	9.3	8.9	7.4	7.7	7.8
每股资料(元)					
每股收益	0.25	0.36	0.16	0.29	0.36
每股经营现金	0.36	0.60	0.36	0.49	0.61
每股净资产	2.55	2.75	2.70	2.90	3.15
每股股利	0.14	0.11	0.05	0.09	0.11
估值比率					
PE	20.6	14.2	31.3	17.7	14.3
PB	2.0	1.9	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	11.8	8.9	14.4	8.4	6.7

分析师简介

罗雄：招商证券航运业分析师。6 年交通运输行业研究经历。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

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

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。