

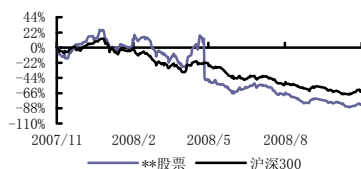
交通运输 - 航运业

2009 年 11 月 27 日

市场数据	2009 年 11 月 26 日
当前价格 (元)	5.51
52 周价格区间 (元)	3.86-6.76
总市值 (百万)	18918.02
流通市值 (百万)	18918.02
总股本 (百万股)	3433.40
流通股 (百万股)	3433.40
日均成交额 (百万)	160.19
近一月换手 (%)	16.43%
Beta (2 年)	1.08
第一大股东	招商局轮船股份有限公司
公司网址	http://www.cmenergyshipping.com

财务数据	FYE
毛利率	53.12%
净利率	38.41%
净资产收益率	13.08%
总资产收益率	859.51%
资产负债率	33.22%
现金分红收益率	0.00%
市盈率	15.31
市净率	2.00

一年期行情走势比较



交通运输研究小组

+86 755 83199599ext8237

luosp@csc.com.cn

分析师申明

本人，交通运输研究小组，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

运力增长、业务优化

—招商轮船（601872）投资价值分析报告

评级： 买入

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	3210.79	1819.88	2659.75	3351.69
净利润 (百万元)	1233.12	551.61	1060.54	1373.07
每股收益 (元)	0.36	0.17	0.29	0.35
净利润增长率%	45%	-52.78%	70.58%	20.68%
每股净资产 (元)	2.75	2.68	2.96	3.2
市盈率	15.3	32.41	19	15.74

资料来源：世纪证券研究所

- **公司概况。**招商局能源运输股份有限公司是专业从事能源运输的公司。公司油轮船队是目前国内运力规模最大的国际油轮船队，船队结构多元化，营运管理的国际化，公司船队将逐渐成为更具国际竞争力，保持国内领先地位，持续增长的大型能源运输船队。
- **公司主营业务、成本分析。**公司主营业务为远洋油轮、散货船运输和 LNG 业务，主营业务成本的几个主要部分是航运成本、折旧成本和员工工资。依 2009 年中报，公司实现营业收入 900,674,129 元，其中油轮运输占 628,256,358 元，散货运输占 272,417,771 元，实现毛利 2.61 亿元，其中油轮船队毛利 1.50 亿元，散货船队毛利 1.11 亿元。
- **2009 年以来的形势。**2009 年 1-9 月公司实现营业收入 13.48 亿元，同比下降 47.58%，归属母公司股东的净利润 3.49 亿元，每股收益 0.10 元，同比下降 75.0%。
- **公司未来展望。**干散货运输虽然在今年高位情况和运力压力双重因素影响下空间有限，但是在未来依然将保持改善；油运市场正在蓄势以待，形势将会在未来得到改观；LNG 运输采取固定航线、回报率固定的模式，将给公司带来稳定的回报。
- **投资评级。**我们预测 09、10、11 年的每股收益分别为 0.17 元、0.29 元、0.35 元，给予买入评级。

公司概况

招商局能源运输股份有限公司成立于 2004 年 12 月 31 日，注册地为上海市浦东新区外高桥保税区，注册资本为 22.33 亿元。公司的运输业务包括油轮运输、散货船运输、液化天然气船运输，涵盖了能源运输的主要货种。近年通常油轮运输及散货运输占主营业务收入的比例约在 7:3。公司油轮船队是目前国内运力规模最大的国际油轮船队，油轮船队结构多元化，规避单一市场波动风险能力相对较强；公司营运管理的国际化程度高，拥有一支具备多年国际航运经营管理经验的专业人员队伍，下属的海宏公司是将超级油轮引入亚太地区的先驱，与 SHELL、CHEVRONTXACO、Caltex 等国际大型石油公司建立了长期合作关系，40 多年来海宏公司取得的管理业绩和持续保持的安全记录被业界广为认可。

中石化集团、中化集团及中国海洋石油总公司等中国主要石油进口企业已直接或间接在公司参股，并且与公司建立了战略合作关系，该等合作关系的建立为公司油轮运输业务的稳定发展提供了坚实的基础，未来公司的中国进口原油运输业务市场前景广阔。公司所属船队将逐渐成为更具国际竞争力，保持国内领先地位，收益相对稳定并持续增长的大型能源运输船队。

Figure 1 截止 2009 年中报招商轮船十大股东

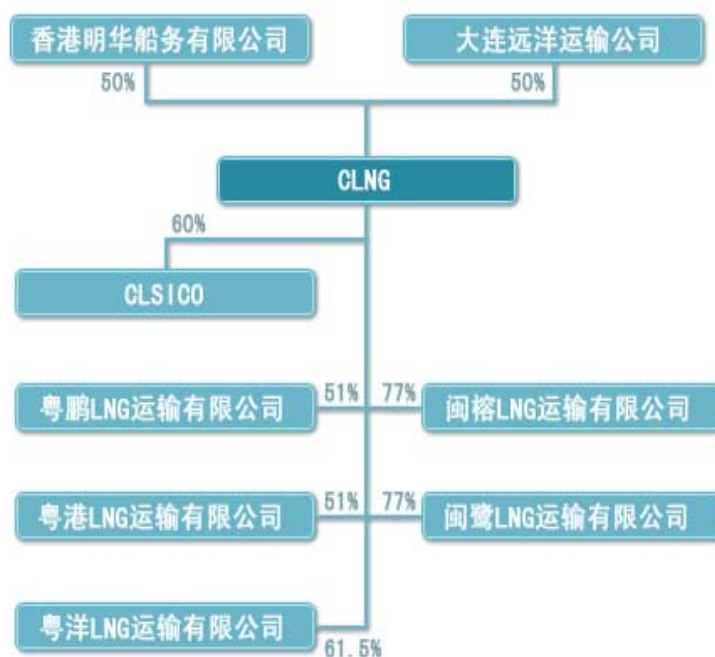
股东名称	持股数量(股)	持股比例 (%)	股本性质
招商局轮船股份有限公司	1,856,554,050	54.07	限售流通 A 股
中国石油化工集团公司	357,343,629	10.41	A 股流通股
深圳华强实业股份有限公司	40,000,000	1.17	A 股流通股
中国中化集团公司	31,500,000	0.92	A 股流通股
中国对外贸易运输(集团)总公司	30,000,000	0.87	A 股流通股
中国石化集团资产经营管理有限公司	29,361,760	0.86	A 股流通股
中国农业银行-中邮核心优选股票型证券投资基金	26,669,163	0.78	A 股流通股
厦门建发股份有限公司	10,000,000	0.29	A 股流通股
广州广船国际股份有限公司	10,000,000	0.29	A 股流通股
中国银行-嘉实沪深 300 指数证券投资基金	8,316,664	0.24	A 股流通股
合 计	2,399,745,266	69.9	

资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

公司主营业务、成本分析

公司主营业务为远洋油轮及散货船运输，截止 2009 年 8 月有油轮 18 艘（8 艘 VLCC、1 艘 Suezmax、7 艘 Aframax），合计载重吨约 340 万吨；12 艘 4.2 万至 4.9 万载重吨的大灵便型船和 2 艘 7.3 万载重吨的巴拿马型船组成，总载重吨为 70 万吨。截止 2009 年 4 月，公司还持有 7 艘 18 万吨级好望角型散货船订单，将于 2009-2011 年交付，分别由公司全资拥有的两个专业管理公司海宏（香港）公司及香港明华进行日常经营管理。

除油轮及散货船运输业务以外，公司通过香港明华与中远集团下属的大连远洋运输公司合资成立了中国液化天然气运输（控股）有限公司（简称“CLNG 公司”），并通过该公司参与广东液化天然气进口项目和福建液化天然气进口项目的海上运输业务，目前该公司参与投资的 4 艘液化天然气专用船已经投入营运，另外 1 艘正在建设过程中，预计将分别于 2009 年内投入营运。

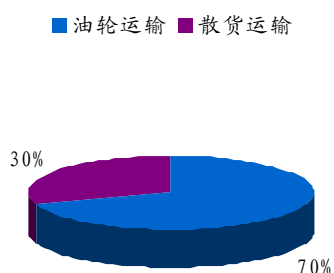


公司的主营业务成本的几个主要部分是航运成本（燃油、港口驶费、

佣金等)、折旧成本和员工工资。公司的航运成本主要由燃料油价,有效运力和程租运力比例决定。

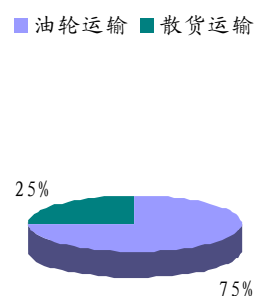
依 2009 年中报,公司实现营业收入 900,674,129 元,比上年同期下降 44.84%,其中油轮运输占 628,256,358 元,比上年同期下降 38.44%,散货运输占 272,417,771 元,比上年同期下降 55.34%;实现毛利 2.61 亿元,比上年同期下降 69.41%,其中油轮船队毛利 1.50 亿元,比上年同期下降 67.53%;散货船队毛利 1.11 亿元,比上年同期下降 71.39%。主要原因是:油轮和散货市场平均运费率水平同比均大幅下跌,特别是第二季度,部分以前年度签约的较高运费率水平的期租船到期还船后,航次收益水平显著下降。

Figure 2 2009 年中报分产品营业收入占比



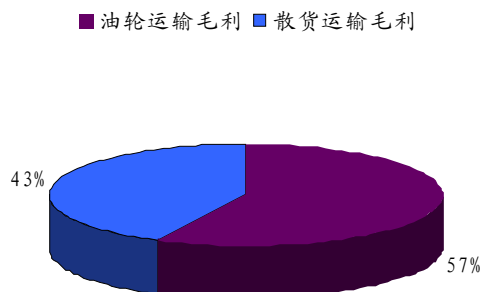
资料来源:公司公告、世纪证券研究所

Figure 3 2009 年中报分产品营业成本占比



资料来源:公司公告、世纪证券研究所

Figure 4 2009 年中报分产品毛利占比



资料来源:公司公告、世纪证券研究所

2009 年以来的形势

2009 年以来，国际运输价格大跌，国际石油和成品油运输价格指数出现大幅度下降，2009 年 1-9 月国际海洋波罗的海原油运输指数同比下降了 60%。导致油运运输毛利率仅 23%，同比下降 28 个百分点，油轮运输进入亏损边缘经营状态。

2009 年以来沿海煤炭需求下降，散货船队运输量出现下降，波罗的海指数 1-9 月 BDI 平均仅仅 2800 点左右，同比下降 65%，运输量和运输价格同时下降造成散货运输收入大幅度下降。

2009 年 1-9 月公司实现营业收入 13.48 亿元，同比下降 47.58%，归属母公司股东的净利润 3.49 亿元，每股收益 0.10 元，同比下降 75.0%，7-9 月公司收入 4.47 亿元，同比下降 52.3%，环比增长 11%，归属母公司股东的净利润 1.28 亿元，每股收益 0.04 元，同比下降 73.3%，环比二季度增长 359%。

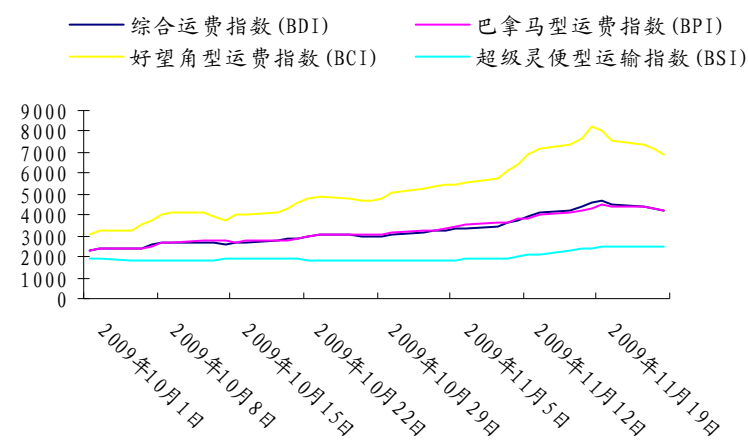
公司 7-9 月收入下降速度比较上半年增加 3 个百分点，毛利率比较上半年也下降了 3 个百分点，说明经营状况还继续下降。7-9 月实现投资收益 6604 万，营业外收入 3721 万，扣除这两个项目，7-9 月公司总利润将为零，公司经营在盈亏平衡点附近。

三季度营业收入改善的原因：一方面，三季度公司干散货船队实现的期租水平比二季度略有增长；另一方面，和国内石油公司签订运价协议，使油轮船队的国内市场期租水平企稳。

公司未来展望

千散货运输：11 月 25 日，BDI 指数下跌 106 点收于 4234 点，船型具体变化如下：BCI 指数下跌 229 点报收于 6928 点；BPI 指数下跌 122 点报收于 4181 点；BSI 指数下跌 7 点报收于 2472。这是 BDI 迈上今年高位 4661 后的调整，我们依然坚持之前的看法，BDI 将反复震荡但是突破 5000 点概率较小，市场存在交易性机会。

Figure 5 近期波罗的海航运指数



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

10 月份，我国发电量为 3121.04 亿千瓦小时，同比增长 17.1%，已连续五个月同比增长，增幅创 19 个月新高。1-10 月份，总发电量同比增长 3.2%。而中国的煤炭进口量持续增长，连续数月都维持在 1000 万吨以上，同比增长在 160%以上。

10 月份我国铁矿石、钢铁进口同比大幅提高，而 1-10 月的累计同比也保持相当幅度，显示对进口的需求强烈。

Figure 6 2009 年 10 月中国铁矿石、钢铁进口分项统计 单位：吨

进口	10 月	同比%	1-10 月	同比%
铁矿砂及其精矿:	45,472,205	49.09	514,812,419	36.75
钢材	1,480,000	28.9	14,860,000	10.3
钢坯	330,000	2008.7	4,190,000	2621

资料来源：中国航贸网、世纪证券研究所

依目前公司拥有的干散货运输船队，共有 12 艘大灵便船 2 艘巴拿马型船，从目前的平均日租金看，BSI 构成航线除太平洋往返看都在上涨，加权平均值上升了 0.6%，显示 BSI 航线运价的上涨。运价上涨将对于公司干散货运输业务带来改善。

Figure 7 波罗的海大灵便型船运价指数 (BSI) 构成航线运价及平均日租金

航次期租航线	载重吨	权重	2009.11.19	2009.11.20	绝对值	相对值
S1A. 西北欧--远东	52454 吨	12.50%	\$36,844	\$36,971	127	0.30%
S1B. 黑海--远东	52454 吨	12.50%	\$36,020	\$36,438	418	1.20%
S2. 太平洋往返	52454 吨	25%	\$25,779	\$25,720	-59	-0.20%
S3. 远东--西欧	52454 吨	25%	\$12,717	\$12,936	219	1.70%
S4A. 美湾/欧洲	52454 吨	12.50%	\$41,600	\$41,929	329	0.80%
S4B. 欧洲/美湾	52454 吨	12.50%	\$15,322	\$15,421	99	0.60%
六条超级 HANDYMAX 日租金加权平均值			\$25,847	\$26,009	161.625	0.60%

资料来源：中国航贸网、世纪证券研究所

而巴拿马型船除了太平洋航线外集体下跌，平均航线日租金下跌 0.6%，显示相同航线不同船型之间市场差异。

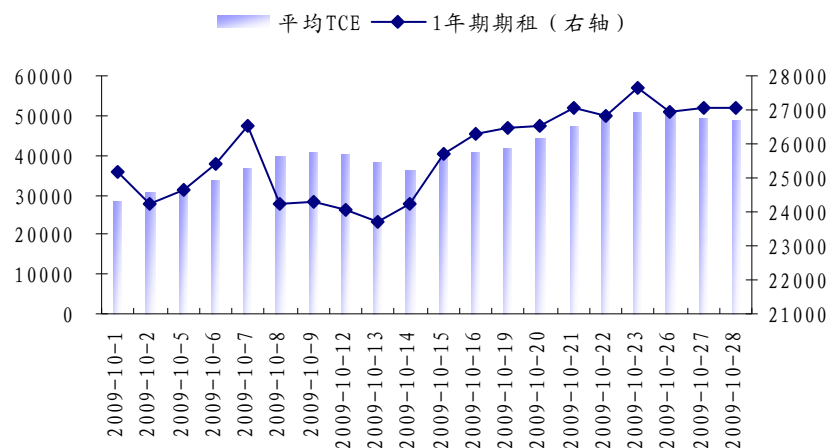
Figure 8 波罗的海巴拿马型船运价指数 (BPI) 构成航线运价及平均日租金

航次期租航线	载重吨	权重	2009.11.19	2009.11.20	绝对值	相对值
1a 大西洋往返航次	7.4 万	25%	\$39,063	\$38,700	-363	-0.90%
2a 大西洋--远东	7.4 万	25%	\$46,602	\$45,995	-607	-1.30%
3a 太平洋往返航次	7.4 万	25%	\$37,435	\$37,609	174	0.50%
4 远东--西欧	7.4 万	25%	\$20,175	\$20,083	-92	-0.50%
四条 PANAMX 期租航线日租金平均值			\$35,819	\$35,597	-222	-0.60%

资料来源：中国航贸网、世纪证券研究所

与此同时，好望角型船 TCE 自 10 月份以来在震荡中上扬，进入 10 月底稳定在高位运行，而一年期期租在经历 10 月前半个月起伏之后也在稳中上升，显示该船型运价稳定。

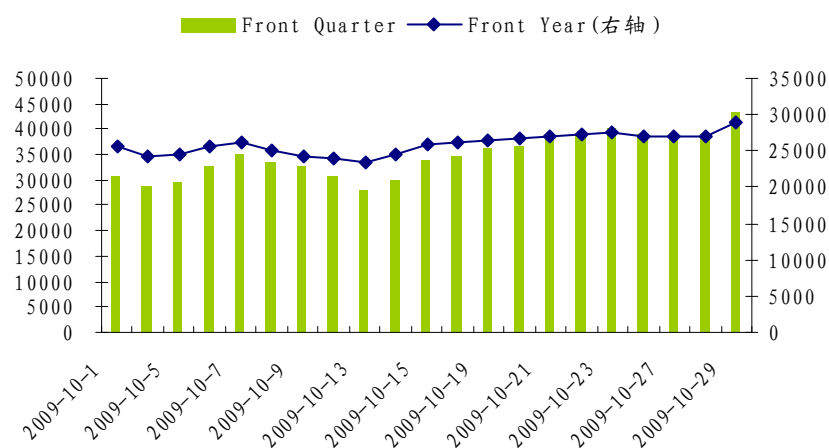
Figure 9 Capesize 的 TCE 单位: 美元/天



资料来源: Clarkson、世纪证券研究所

而好望角型船的 FFA 也体现了这一趋势。不管是下一季度还是一年后的 FFA 都在稳中上升, 显示市场对于该船型未来运价的看涨。

Figure 10 Capesize 的 FFA



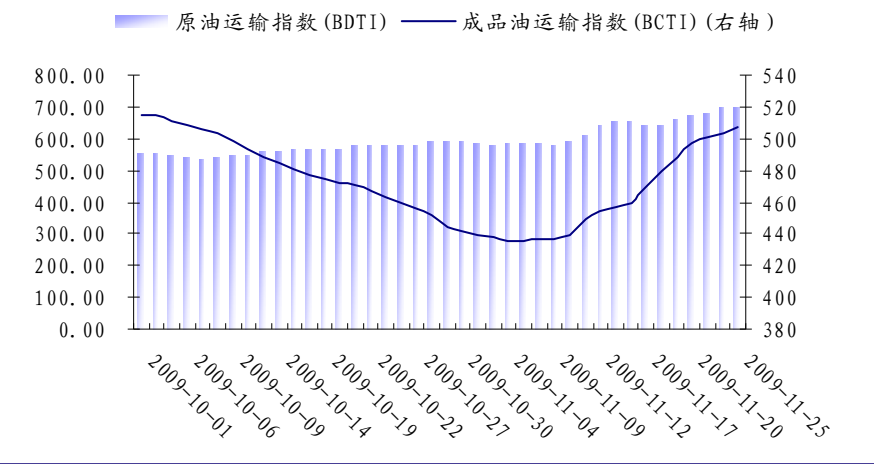
资料来源: Clarkson、世纪证券研究所

依据公司规划, 公司还持有 7 艘 18 万吨级好望角型散货船订单, 将于 2009-2011 年交付, 这不仅将极大提高公司干散货运力而且将直接增加公司干散货营业收入。

综上, 我们认为干散货市场虽然在今年高位情况和运力压力双重因素影响下空间有限, 但是在未来依然将保持改善。结合公司的船队结构和规模以及未来的运力增加, 我们认为 10 年公司的干散货运输将比 09 年有个相对适量的增长, 为公司的营业收入和利润做出更多的贡献。

油品运输：11 月 25 日，波罗的海原油运输指数报收 699 点，较 10 月初上涨 25%，波罗的海成品油运输指数报收 507 点，较 10 月初下降 2%，显示进入四季度以来原油运输的趋势好转。

Figure 11 近期波罗的海原油、成品油运费指数



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

在世界经济复苏形势未明的情况下，全球原油恢复增长的预期存在不确定性。国际能源署 IEA 宣布已再次上调对 2009 年和 2010 年世界石油需求的预估值：今年第四季度的需求可能高于 2008 年同期，为 2008 年第二季度以来季度需求首次同比增长。IEA 认为，上调石油需求预测值的原因在于美国需求数据强于预期，以及中国和沙特阿拉伯“需求大幅增长。”IEA 将 2009 年石油需求预测值提高 22 万桶/日至 8485 万桶/日，与 2008 年水平相比仍然下降 146 万桶/日。IEA 也将 2010 年世界石油需求预测值提高 14 万桶/日至 8619 万桶/日，因此明年的需求增幅为 135 万桶/日。

从原油期货价格来看，期货价格的上扬也反映了市场对未来油价看涨的判断，这反映市场的需求逐渐恢复。

Figure 12 原油期货价格

	到期日	2009.11.24	2009.11.25	绝对 值	相对 值
WTI 纽约商品期货交易所轻油期货	200912	\$76.02	\$77.96	1.94	2.55%
BRENT 伦敦洲际交易所原油期货	201001	\$76.46	\$78.44	1.98	2.59%

资料来源：中国航贸网、世纪证券研究所

公司目前的油轮船队由 8 艘 VLCC、1 艘 Suezmax 和 7 艘 Aframax 组成。依公司目前的订单，将有 5 艘 VLCC 和 1 艘 Aframax 油轮在 10-11 年交付，共计增加 160 万载重吨运力。

在 VLCC 船运输市场，除海湾/美湾航线以外，其余周环比均上涨，反映这些航线的运价和业务改善。

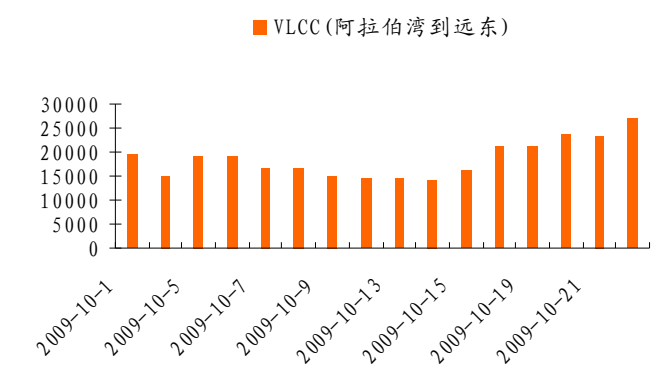
Figure 13 VLCC 船运输市场 Spot WS

典型航线	载重量	本周运价	上周运价	年度最低	年度最高	周环比
海湾/美湾航线 (MEG / West)	VLCC	31	32.5	20	52.5	-0.05
海湾/日本航线 (MEG / Japan)	VLCC	52.5	45	25	72.5	0.17
海湾/新加坡航线 (MEG / Singapore)	260000	52.5	47.5	25.5	75	0.11
西非/美湾航线 (WAF / USG)	260000	60	55	30	95	0.09

资料来源：中国航贸网、世纪证券研究所

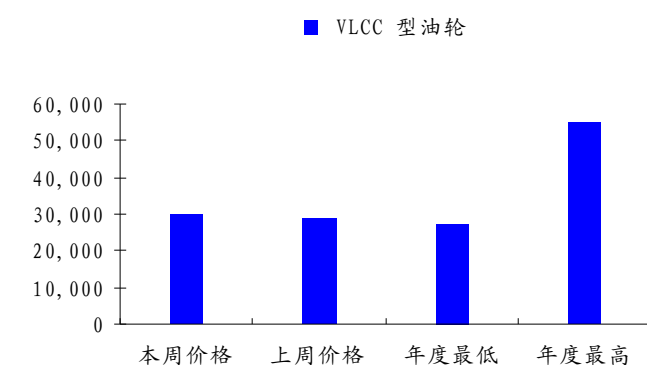
VLCC 市场 TCE 水平也反映了这一趋势，而一年期租理论价格虽然有所增长但是还是处于年度低位，表明对于 VLCC 市场运价得以支撑并有继续上扬的空间和趋势。

Figure 14 VLCC 的 TCE 单位：美元/天



资料来源：Clarkson、世纪证券研究所

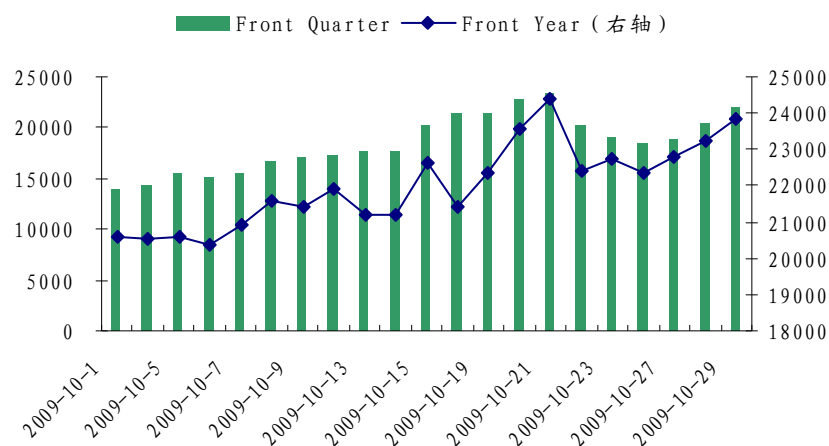
Figure 15 VLCC 一年期租理论价格 单位：美元/天



资料来源：中国航贸网、世纪证券研究所

而作为现行价格风向标的远期运价协议 (FFA) 也在逐步攀升，表明市场对于未来 VLCC 的运价看涨。

Figure 16 VLCC 的 FFA



资料来源: Clarkson、世纪证券研究所

同样, 对于 Suezmax 市场典型航线, 运价也稳中上升。

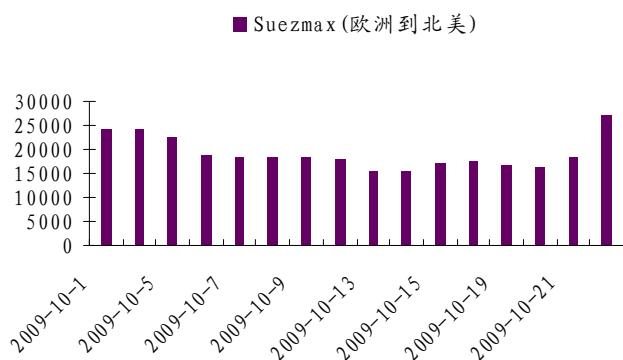
Figure 17 Suezmax 船运输市场 Spot WS

典型航线	载重量	本周运价	上周运价	年度最低	年度最高	周环比
西非/美东航线 (WAF / USAC)	130000	75	70	42.5	130	0.07
跨地中海航线 (Sidi Kerir / W Me)	135000	90	90	13	95	0.00

资料来源: 中国航贸网、世纪证券研究所

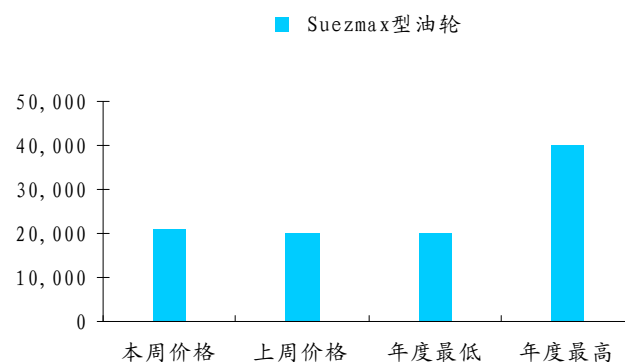
与 VLCC 市场相似, Suezmax 市场 TCE 水平和一年期租理论价格也在不断上升, 反映运价得以有力支撑和对未来的看多。

Figure 18 Suezmax 的 TCE 单位: 美元/天



资料来源: Clarkson、世纪证券研究所

Figure 19 Suezmax 一年期租理论价格 单位: 美元/天



资料来源: 中国航贸网、世纪证券研究所

在 Aframax 船运输市场, 航线价格有涨有跌, 其中英国/欧陆市场表现涨幅为 9%, 而北非/欧地航线下降 6%, 加勒比海/美湾航线微涨 2%。

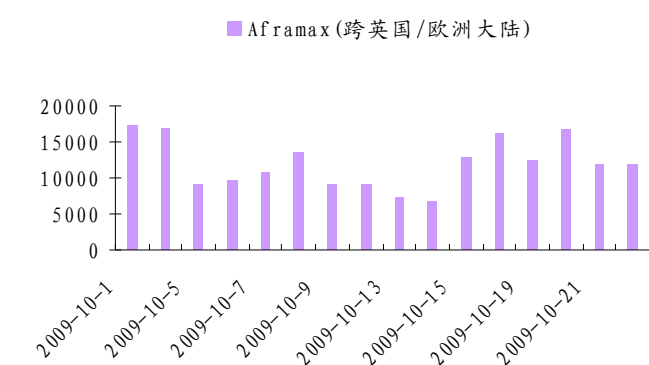
Figure 20 Aframax 船运输市场 Spot WS

典型航线	载重量	本周运价	上周运价	年度最低	年度最高	周环比
北非/欧地航线 (N. Afr / Euromed)	80000	77.5	82.5	55	170	-0.06
英国/欧陆航线 (UK / Cont)	80000	95	87.5	62.5	160	0.09
加勒比海/美湾航线 (Caribs / USG)	70000	110	107.5	57.5	365	0.02

资料来源：中国航贸网、世纪证券研究所

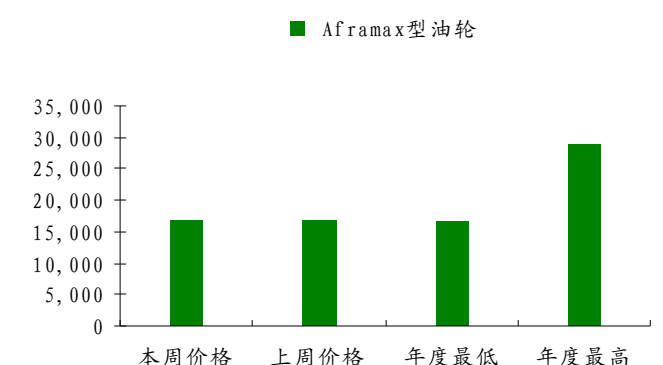
而 Aframax 船型的 TCE 自 10 月份以来一直上下波动，最近的 TCE 和一年期租理论价格基本保持稳定。

Figure 21 Aframax 的 TCE 单位：美元/天



资料来源：Clarkson、世纪证券研究所

Figure 22 Aframax 一年期租理论价格 单位：美元/天



资料来源：中国航贸网、世纪证券研究所

综合以上分析，我们依然维持之前的观点，油运市场正在蓄势以待，形势将会在未来得到改观；10 年单壳船的拆解将减缓运力的压力，改善油运市场营运状况。而公司目前的船队和未来增加的运力将在未来发挥重要作用，对公司营业收入作出进一步的贡献。

LNG 业务：LNG 运输市场是国内新兴的运输市场。公司投资的 CLNG 是国内最早拥有 LNG 运输船的公司。中海集团也将参与进口 LNG 的运输，今后 LNG 市场的竞争格局将是两家运输公司分享市场空间。在液化天然气（LNG）船投资方面，公司下属子公司与中远等公司共同投资的第三艘 LNG 船“闽蓉”轮于 2009 年 2 月 24 日接船，7 月 1 日正式投入营运，该轮服务于印度尼西亚至福建的航线。另外截止报告期末尚有两艘 LNG 船舶在建，预计今年年内可望接船投入营运。此外，报告期后，公司第四艘 LNG 船“闽鹭”于 2009 年 8 月 11 日接船，该轮也将服务于印度尼西亚至福建的航线。公司投资的第五艘、同时也是广

东项目的第三艘 LNG 船“大鹏星”预计年内也将交船。

Figure 23 部分 LNG 项目

项目	规模 (万吨)	进展状况
福建 LNG 站	260+240	已建
广东 LNG 站	370+700	已建
上海 LNG 站	300+300	在建
浙江宁波 LNG	300+300	在建
广东珠海 LNG	300+700	在建
广东汕头 LNG	250	在建
海南 LNG 项目	200+100	在建
江苏盐城 LNG	300	待批
秦皇岛 LNG	200+100	待批

资料来源：世纪证券研究所

依照目前在建和规划中的 LNG 项目及相关规模和相应的建成时间，即使按照每艘 60 万吨计，未来 10 年 年满足所有项目的进口需求需要 100 条 LNG 船，市场前景十分广阔。即使有中海和公司竞争的问题，我们认为市场前景依然很好。

从盈利模式来看，LNG 运输采取固定航线、回报率固定的模式。根据目前公司签订的项目运输合同，运输项目的股本金税前内部收益率（IRR）为 12%。

Figure 24 CLNG 公司目前的运输项目、船只

项目名称	设计容量(万立方米)	权益占比	数量	税前内部收益率
广东液化气	14.72	51%	2	12%
广东液化气	14.72	61.50%	1	12%
福建液化气	14.72	77%	2	12%

资料来源：公司资料、世纪证券研究所

依据公司运输合同确定的 12% 内部收益率，公司投入 CLNG 的资本金为 6.51 亿，我们估算如果船只全部进入营运状态，每年 LNG 对公司的盈利贡献为 0.9-1.28 亿元。对应 EPS 为 0.026-0.037 元。

投资评级

运力持续增长。依公司订单的交付时间推算，其在 09、10、11 年的年有效油轮运力将分别增长 27%，30%以及 21%；散货轮有效运力将增长 2%，35%以及 75%。运力的增长是公司业务改善的强心针。从订单上看，运力增长大都来自于大型的油轮和散货船：VLCC 和 Cape，尤其是 Cape 船队的订造将极大的改观公司干散货船队，这对于进一步改善经营增加业绩是大有裨益的。

业务结构更合理。LNG 船队的建立，公司将由一个油运、干散货运输公司发展为一个业务结构更完善、更合理，抗风险能力强的运输公司。受益于中国经济的发展，我们认为未来对能源的需求将进一步扩大，这对于公司发展是良好的机遇。

卓越的管理能力。管理能力体现为在同等情况下在同行业中表现更为优秀，能够以更低成本运营，能够创造更多的利润。公司具有悠久的历史 and 长期积累的业务经验，具有一支管理能力突出的管理团队，这将有利于未来公司表现领先。

稳定的长期合作保证。依公司在 09 年 8 月披露的与中石化签订了长期合作协议，公司与原油进口货主中石化签订了长期合作协议。协议约定了运价低迷时中石化对船东的保底补贴，但是限定了货主对船东补贴额度的上限；同时划定了运价高企时船东对货主的让利点位，但是限定了船东让利幅度的上限。这对于稳定公司运量和运价，抵御风险是一个积极的信号和保障。

依据我们前面的分析，公司在 09、10、11 年的年有效油轮运力将分别增长 27%，30%以及 21%；散货轮有效运力将增长 2%，35%以及 75%。受益于运力的直接增长，我们预测公司油运营收 09、10、11 年分别增长-36.24%、63.33%、20%，干散货运输 09、10、11 年增长分别为-52.35%、12.9%、42.86%。作为一家从事专业运输的公司，其固定资产占比程度

很高。公司主营业务成本主要是燃油、港口驶费、佣金、折旧成本以及员工工资。虽然公司 09 年的有效运力将同比有所增长，但是由于燃油成本下降航运成本依然下降。而在 10、11 年由于运力的高速增长一方面不但增加了燃油成本而且还增加了公司折旧成本，与此相伴的还有油价预期上涨，所以主营成本将逐渐上升。我们预计公司航次成本在 09、10、11 年同比分别下降 35%、上涨 35%、上涨 30%，折旧成本在 09、10、11 年同比分别上涨 20%、40%、30%。

依据我们的分析和假设，我们预测公司 09、10、11 年的营业收入分别为 18.2 亿元、26.6 亿元、33.52 亿元，对应每股收益 0.17 元、0.29 元、0.35 元。

Figure 25 营业收入预测 单位：亿元

业务类别	2008A	2009E	2010E	2011E
油品运输	18.82	12	19.6	23.52
干散货运输	13.01	6.2	7	10
总计	31.83	18.2	26.6	33.52

资料来源：世纪证券研究所

Figure 26 营业成本预测 单位：百万元

主营业务成本	2008A	2009E	2010E	2011E
航运成本	683.00	443.95	599.33	779.13
折旧成本	339.00	406.80	569.52	740.38
员工工资	216.00	198.17	226.00	237.99
其他	268.00	134.00	201.00	220.00
合计	1505.00	1182.92	1595.85	1977.50

资料来源：世纪证券研究所

Figure 27 盈利预测表 单位: 百万元

利润表			单位: 百万元	
会计年度	2008E	2009E	2010E	2011E
营业收入	3210.79	1819.88	2659.75	3351.69
营业成本	1505.28	1182.92	1595.85	1977.50
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	74.68	51.48	68.55	90.59
财务费用	38.87	30.00	42.00	56.00
资产减值损失	234.61	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-7.15	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-37.34	48.00	90.00	128.00
营业利润	1312.87	603.48	1043.35	1355.60
营业外收入	122.54	53.86	71.69	20.00
营业外支出	1.20	0.58	0.77	0.85
利润总额	1434.20	656.76	1114.27	1374.75
所得税	152.57	52.47	89.86	122.31
净利润	1281.63	604.30	1024.41	1252.43
少数股东损益	48.51	20.45	37.43	45.16
归属母公司净利润	1233.12	583.85	986.98	1207.27
EBITDA	1690.59	1075.20	1639.31	2021.67
EPS (元)	0.36	0.17	0.29	0.35

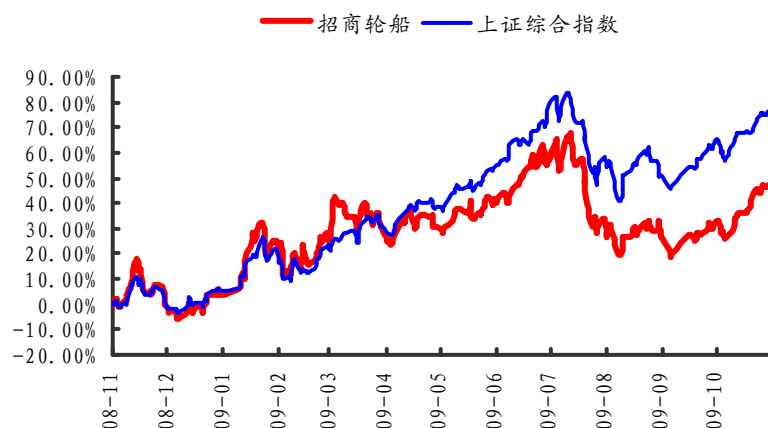
资料来源: 世纪证券研究所

Figure 28 同行业公司估值比较

证券代码	证券简称	PB	08EPS	09EPS	08PE	09PE
601866.SH	中海集运	2.12	0.01	-0.15	426.78	-
600896.SH	中海海盛	3.81	0.23	0.18	39.38	52.55
600087.SH	长航油运	2.53	0.37	0.1	18.43	70.30
600798.SH	宁波海运	2.63	0.52	0.12	16.11	48.83
601872.SH	招商轮船	1.96	0.36	0.17	15.04	32.41
601919.SH	中国远洋	3.13	1.06	-0.56	12.96	-
600428.SH	中远航运	3.29	1.11	0.22	9.57	49.72
600026.SH	中海发展	2.12	1.58	0.43	8.38	33.25
均值		2.70	0.66	0.06	68.33	47.84

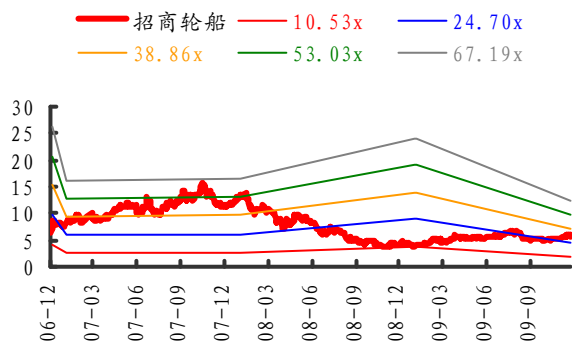
资料来源: 世纪证券研究所

Figure 29 一年来招商轮船相对于上证综合走势图



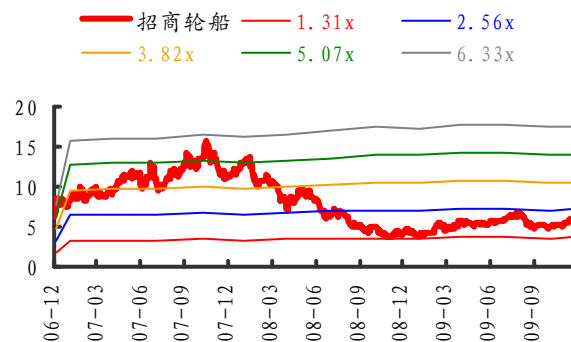
资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

Figure 30 招商轮船 PE bands



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

Figure 31 招商轮船 PB bands



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

风险提示

市场运费不如预期、油价上涨以及其他一些波动因素。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.