

招商轮船

601872

增持/ 维持评级

股 价	2009/12/12
RMB5.69	

基础数据

总股本（百万股）	3433
流通 A 股（百万股）	3433
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	19536

财务数据

市净率 (X)	2.07
TRACING P/E (X)*	91.37
EPS (元)	0.1
股息率 (%)	1.76

*最近四季盈利计算。

相关研究

《业务结构完善，管理经验卓越——招商轮船首评》（2009/10/29）

分 析 师
 范倩蕾
 +0755 82364417
 fanql@lhqz.com

LNG 订单全部投产

经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3210.8	1347.7	1916.4	3001.2	3831.0
(+/-%)	32.6	-47.6	-40.3	56.6	27.6
归属母公司净利润(百万元)	1233.1	349.4	443.0	1051.8	1271.5
(+/-%)	45.3	-74.5	-64.1	137.4	20.9
EPS(元)	0.36	0.10	0.13	0.31	0.37
P/E(倍)	15.8	55.9	39.6	16.7	13.8

■ 招商轮船发布公告，其第五条液化天然气（LNG）船舶“大鹏星”于 2009 年 12 月 10 日交付。此船为招轮持股 50%的中国液化天然气运输（控股）有限公司（CLNG）广东项目的第三条 LNG 船，至此，招轮上市时 CLNG 构建的 5 条液化天然气 LNG 船舶已全部交付。

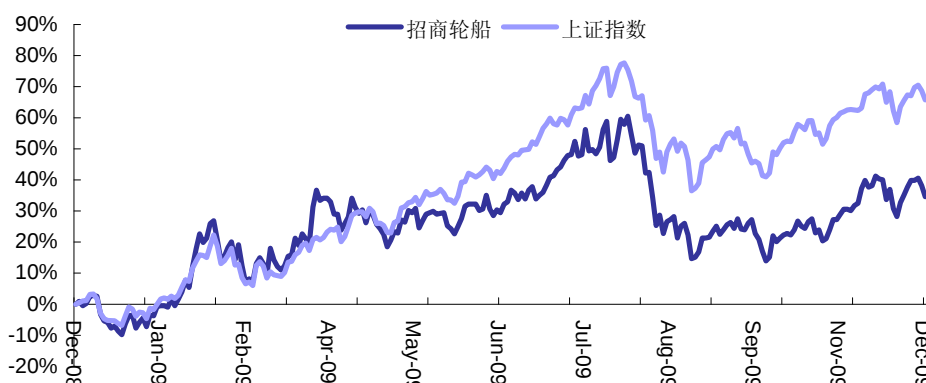
■ 鉴于招轮所持有股权的五条 LNG 船舶签订的运输合同为确定税前内部收益率，并且附有照付不误（take-or-pay）条款，将贡献稳定的投资收益。我们预计税前 LNG 业务贡献的投资收益在 2009/10 年分别为 9000 万和 1.2 亿人民币。

■ 招轮随三季报披露了 CLNG 计划构建第六条 LNG 船的董事会决议。此船舶将服务于上海项目，计划于 2012 年投产。招轮投资不超过 1850 万美元。

■ 近日全球原油运输价格不断攀升，12 月 11 日 TD3 航线运价收 WS 57 点，折合等价期租近 44000 美元/天，较月初的 49.5 点（等价期租 32500 美元每天）上升愈 35%。考虑到招轮的 VLCC 盈亏平衡水平大约在 28000-30000 美元每天，单船毛利升幅自月初已超过 300%。

■ 鉴于我们对四季度及明年原油运输市场的乐观预期，我们重申招轮的“增持”评级。我们预测 2010 年 TD3 的均值在 55000 美元每天，招轮 2010 年 EPS 为 0.31 元。同时，每 10%的运价提升将提升招轮 20%的 EPS 水平。目前股价仅折合 18x PE 和 2.1 倍 PB，处于行业中的低端。我们认为鉴于油轮市场的持续走好，招轮的估值修复值得期待。

最近 52 周股价表现



第五条 LNG 交付使用

招商轮船发布公告，其第五条液化天然气（LNG）船舶“大鹏星”于 2009 年 12 月 10 日交付。此船为招轮持股 50% 的中国液化天然气运输（控股）有限公司（CLNG）广东项目的第三条 LNG 船，至此，招轮上市时 CLNG 构建的 5 条液化天然气 LNG 船舶已全部交付。

表1、 CLNG 现有船队

船舶名称	交付时间	招轮权益比	服务航线	船舶造价(亿美元)
大鹏昊	Apr-08	25.50%	澳大利亚-深圳	1.57
大鹏月	Jul-08	25.50%	澳大利亚-深圳	1.57
闵 榕	Feb-09	38.50%	印尼-福建莆田	1.61
闽 鹭	Aug-09	38.50%	印尼-福建莆田	1.61
大鹏星	Dec-09	30.75%	澳大利亚-深圳	1.67

数据来源：公司信息，Clarkson，华泰联合证券研究所

鉴于招轮所持有股权的五条 LNG 船舶签订的运输合同为确定税前内部收益率，并且附有照付不误（take-or-pay）条款，将贡献稳定的投资收益。我们预计税前 LNG 业务贡献的投资收益在 2009/10 年分别为 9000 万和 1.2 亿人民币。

招轮随三季报披露了 CLNG 计划构建第六条 LNG 船的董事会决议。此船舶将服务于上海项目，计划于 2012 年投产。招轮投资不超过 1850 万美元。考虑到上海项目的建设规模规划，我们认为上海项目仍有可能继续增加 LNG 船舶构建。

表2、 已建、在建及规划中的 LNG 项目

	项目名称	规模（万吨/年）	所属公司	投产/拟投产
已建	广东 LNG	370+470	中海油	2006
	福建 LNG	260+240	中海油	2008/2012
	上海 LNG	300+300	中海油	2009
	珠海 LNG	300+400+300	中海油	2010/2015/2020
	宁波 LNG	300+300	中海油	2013
	深圳 LNG	200+200	中海油	2013/2020
在建	海南 LNG	200+100	中海油	2012
	粤东 LNG	200+200	中海油	2012/2020
	粤西 LNG	200	中海油	2014
	江苏 LNG	350+300	中石油	2011
	大连 LNG	300+300	中石油	2011
	唐山 LNG	350+300	中石油	2013
	山东 LNG	300+200	中石化	2012
	3630+3310+300			

数据来源：中海石油气电集团研发中心，邢云

原油运输市场强劲，重申“增持”评级

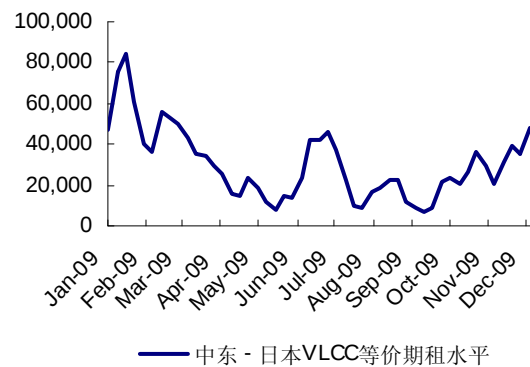
近日全球原油运输价格不断攀升，12月11日TD3航线运价收WS 57点，折合等价期租近44000美元/天，较月初的49.5点（等价期租32500美元每天）上升愈35%。考虑到招轮的VLCC盈亏平衡水平大约在28000-30000美元每天，单船毛利升幅自月初已超过300%。

图1、TD3线 WS 水平



数据来源：Clarkson, 华泰联合证券研究所

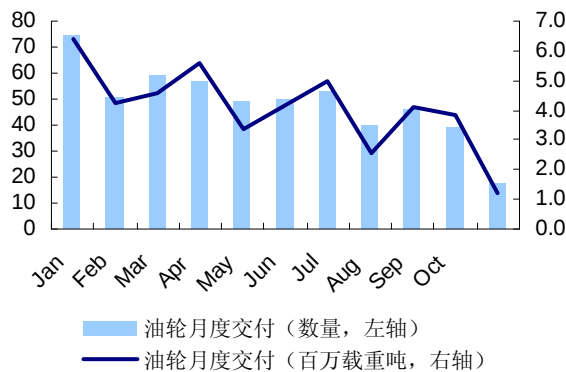
图2、中东 - 日本等价期租水平



数据来源：Clarkson, 华泰联合证券研究所

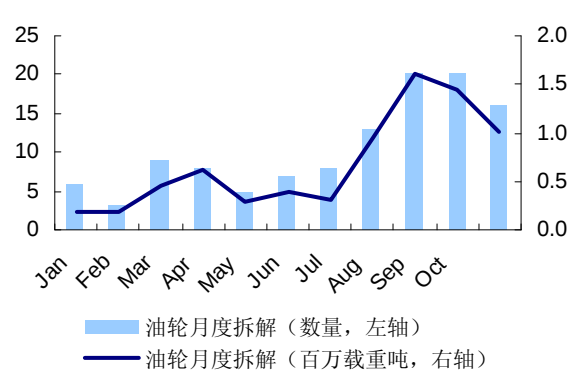
我们认为原油市场的相对好转主要得益于运力退出的有力进行以及旺季所带来的需求回暖。11月油轮交付继续下降，约124万载重吨，而拆解则维持高位，为102万载重吨。我们认为原油运价升势将在四季度末及一季初得以维持。

图3、油轮月度交付



数据来源：Clarkson, 华泰联合证券研究所

图4、油轮月度拆解



数据来源：Clarkson, 华泰联合证券研究所

鉴于我们对四季度及明年原油运输市场的乐观预期，我们重申招轮的“增持”评级。我们预测2010年TD3的均值在55000美元每天，招轮2010年EPS为0.31元。

同时，我们的敏感性分析显示，每10%的运价提升将提升招轮20%的EPS水平。目前股价仅折合18x PE和2.1倍PB，处于行业中的低端。我们认为随着油轮市场运价的持续走好，招轮的估值修复值得期待。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	5256	2913	3177	3965	营业收入	3211	1916	3001	3831
现金	4926	2615	2898	3687	营业成本	1505	1383	1871	2375
应收账款	58	38	90	115	营业税金及附加	0	0	0	0
其他应收款	73	76	59	38	营业费用	0	0	0	0
预付账款	66	14	9	12	管理费用	75	76	80	82
存货	41	69	66	83	财务费用	39	22	40	30
其他流动资产	92	100	55	30	资产减值损失	235	0	0	0
非流动资产	9091	11757	13026	12942	公允价值变动收益	-7	0	0	0
长期投资	395	430	450	470	投资净收益	-37	30	90	120
固定资产	4722	7411	9514	12421	营业利润	1313	465	1100	1463
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	123	55	110	0
其他非流动资产	3974	3915	3062	51	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	14347	14669	16204	16906	利润总额	1434	520	1210	1463
流动负债	2581	997	1272	1131	所得税	153	60	118	144
短期借款	1914	500	500	500	净利润	1282	460	1092	1320
应付账款	144	131	150	190	少数股东损益	49	17	40	48
其他流动负债	523	366	623	441	归属母公司净利润	1233	443	1052	1271
非流动负债	2185	3188	3488	3328	EBITDA	1691	928	1786	2368
长期借款	2058	3058	3358	3198	EPS (元)	0.36	0.13	0.31	0.37
其他非流动负债	127	130	130	130					
负债合计	4766	4185	4760	4459	主要财务比率				
少数股东权益	151	168	208	256	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	3433	3433	3433	3433	成长能力				
资本公积	4356	4356	4356	4356	营业收入	32.6%	-40.3%	56.6%	27.6%
留存收益	2577	2677	3595	4551	营业利润	46.6%	-64.6%	136.3%	33.1%
归属母公司股东权益	9430	10316	11235	12191	归属于母公司净利润	45.3%	-64.1%	137.4%	20.9%
负债和股东权益	14347	14669	16204	16906	获利能力				
					毛利率(%)	53.1%	27.8%	37.6%	38.0%
					净利率(%)	38.4%	23.1%	35.0%	33.2%
					ROE(%)	13.1%	4.3%	9.4%	10.4%
					ROIC(%)	14.2%	3.8%	7.9%	9.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	33.2%	28.5%	29.4%	26.4%
					净负债比率(%)	87.89%	90.99%	87.35%	89.66%
					流动比率	2.04	2.92	2.50	3.51
					速动比率	2.02	2.85	2.45	3.43
					营运能力				
					总资产周转率	0.23	0.13	0.19	0.23
					应收账款周转率	33	40	47	37
					应付账款周转率	8.85	10.05	13.32	13.98
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.36	0.13	0.31	0.37
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	0.45	0.55	0.56
					每股净资产(最新摊薄)	2.75	3.00	3.27	3.55
					估值比率				
					P/E	14.23	39.60	16.68	13.80
					P/B	1.86	1.70	1.56	1.44
					EV/EBITDA	10	18	9	7

数据来源: 联合证券研究所.

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。