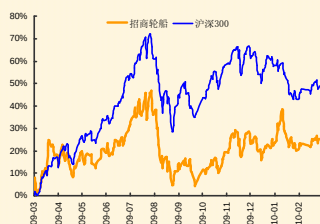


湘财证券研究所
交通运输行业
刘正
Tel: 021-68634510-8078
E-Mail: lz2941@xcsc.com
刘江渝
Tel: 021-68634510-8278
E-Mail: ljj2775@xcsc.com
目标价格: 7.50元
交易数据
当前价格: 5.77元
一年最高价/最低价: 6.90/4.61元
总股本: 34.3亿股
流通A股: 34.3亿股
流通市值: 198亿元
近一年市场表现

表 1 招商轮船主要财务数据

	营业收入	YOY	营业成本	YOY	净利润	YOY	EPS (元)	P/E
2008A	321,079	32.63%	150,528	10.99%	128,163	45.35%	0.37	16
2009E	186,421	-41.94%	139,651	-7.23%	34,313	-73.23%	0.10	58
2010E	306,935	64.65%	182,261	30.51%	88,634	158.31%	0.29	20
2011E	360,532	17.46%	209,504	14.95%	107,287	21.04%	0.35	16

投资要点
□ 税收因素致使 EPS 低于预期

招商轮船 2009 年营业收入比我们的预测略高 0.86%，利润总额比我们的预测低 11.17%，但 0.10 元的每股收益明显低于我们的预测值 0.14 元。经过分析，我们认为主要是公司突然调整了所得税税率，由此前的 10%调升至 25%。我们也随即调整了对公司 2010 年和 2011 年的所得税税率假设，由此前的 10%调升至 20%。

□ 1 月份新增运力 78 万载重吨，将贡献利润

招商轮船 1 月份油轮运力增加 19%，干散货运力增加 26%。目前看公司 VLCC 船队已至 10 艘，建造时间具有一定的梯度性，整体成本在行业内具有一定的优势。鉴于当前不断恢复的运价水平和管理层对市场脉搏的准确把握，新增运力将贡献利润。2010 年新交付 VLCC 将贡献 600~750 个营运天，而新增好望角型运力则为 500 个营运天左右。

□ 运营环境持续改善，运费水平持续回升

2010 年以来，原油运输 TD3 航线期租水平均值超过 5.60 万美元/天，比 2009 年的 2.60 万美元/天高 115%。全年来看，油运市场的大幅度波动还将会继续，但 VLCC 和阿芙拉型油轮的平均期租水平有望回升 30%-50%。干散货市场方面，自 2009 年 1 季度以来，BSI 和 BPI 均值环比不断提升，2009 年第四季度分别升至 2070 点和 3421 点，目前 BSI 和 BPI 仍处于上升态势。

□ 税收因素影响对长期价值影响较小，维持“增持”评级

我们认为所得税率调整对公司的长期价值影响较小。经过所得税率调高后，招商轮船 2010 年和 2011 年 EPS 分别为 0.29 元和 0.35 元，相比 2009 年 0.10 元的 EPS 仍有明显的提升，且动态 PB 仅为 1.89 倍，其估值水平较低，我们仍维持“增持”评级。

□ 投资风险提示：运费水平达不到预期的风险。

2009 年业绩低于预期，主要缘于所得税率的提高

招商轮船 2009 年营业收入 18.64 亿元，比我们的预测略高 0.86%，利润总额 4.61 亿元，比我们的预测低 11.17%，但 0.10 元的每股收益明显低于我们的预测值 0.14 元。经过测算，招商轮船 2009 年所得税税率为 25% 左右，而我们的假设则为 10%。根据此前与管理层的沟通，所得税率的调整主要缘于公司主要经营主体均注册在境外，此前适用的税率水平较低，而作为境内上市公司面临税收政策调整的压力，因此从谨慎性角度考虑，2009 年公司调整了适用的所得税税率。未来公司可能会收到政府的财政补贴，有利于缓解公司面临的突然提升的所得税税率水平。由此，我们也上调了公司 2010 年和 2011 年适用的所得税税率假设，由之前的 10% 上调至 20%，公司的每股收益由之前的 0.33 元和 0.39 元下调至 0.29 元和 0.35 元，下调幅度分别为 12% 和 10%。

表 2 我们对招商轮船业绩预测偏差

单位：万元	营业收入	营业利润	利润总额	净利润	EPS（元）
预测	184,800	48,277	51,991	46,854	0.14
实际	186,421	42,477	46,171	34,313	0.10
偏差	-0.87%	13.65%	12.61%	36.55%	40.00%

数据来源：公司资料，湘财证券研究所

新增运力将贡献利润

招商轮船 1 月份运力集中接收 VLCC2 艘、好望角型 1 艘，当前油轮运力增加至 381 万载重吨，比 2009 年末增加 19%，干散货运力 88 万载重吨，增加 26%。目前来看公司的 VLCC 船队已至 10 艘，建造时间具有一定的梯度性，我们预计公司整体的成本在行业内具有一定的优势，但新建造的 VLCC 成本保本点在 3.3 万美元/天左右。2010 年公司还将有 70 万载重吨油运运力和 36 万载重吨干散货运力投入运营，鉴于当前不断恢复的运价水平和管理层对市场脉搏的准确把握，预计新增运力将贡献利润。具体来看，2010 年新交付的 VLCC 将贡献 600~750 个营运天，而新增好望角型运力则为 500 个营运天左右。

表 3 招商轮船运力预测

		2009	2010E	2011E	2012E
VLCC	数量	8	12	13	13
	变动	2	4	1	0
	载重吨(万)	233	352	382	382
	变动	60	119	30	0
油运运力合计	数量	16	21	22	22
	变动	2	5	1	0
	载重吨(万)	321	451	481	481
	变动	60	130	30	0
好望角	数量	0	3	7	7
	变动	0	3	4	0
	载重吨(万)	0	54	126	126
	变动	0	54	72	0
干散货运力	数量	14	17	21	21
	变动	0	3	4	0
	载重吨(万)	70	124	196	196
	变动	0	54	72	72
LNG	数量	5	5	5	6
	变动	0	0	0	1
	容积(万立方米)	74	74	74	89
	变动	0	0	0	15

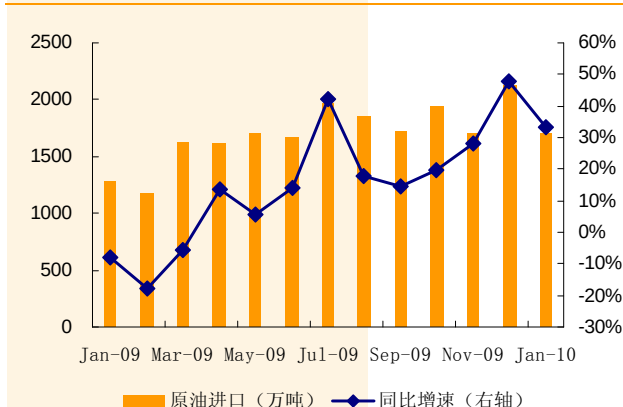
数据来源：公司资料，湘财证券研究所

未来航运市场将继续回暖，公司将持续受益

2010 年原油运费有望回升 30~50%

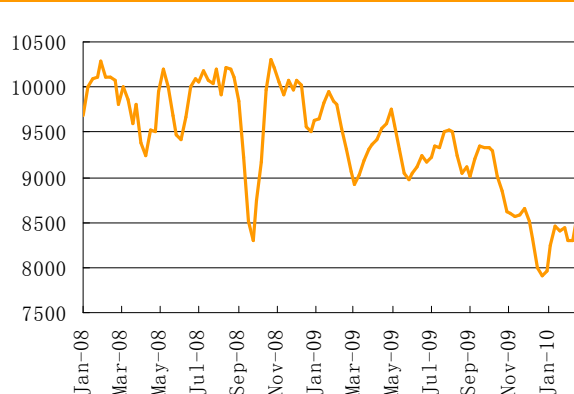
对 2009 年油运市场形成一定支撑的仍然来自中国的原油进口，2009 年我国原油对外依存度超过 50%，而同期的美国原油进口量处于持续性下降状态，且运距明显降低。进入 2010 年，随着全球经济基本面的好转，预计在中国原油进口增加的同时，欧美日等发达国家的原油需求将出现持续性的回升，从而推动油运市场需求出现回暖趋势。供给方面，我们预计原先积累的庞大新船订单正在逐渐被市场消化，订单占市场载重吨的比持续下降，此外，单壳油轮的淘汰将不可避免，供需形势在未来两年将得到有效好转。这种好转正在油运市场得到印证，2010 年以来，TD3 航线期租水平平均值超过 5.60 万美元/天，比 2009 年 2.60 万美元/天提升 115%。2010 年油运市场的大幅度波动还将会继续，但 VLCC 和阿芙拉型油轮的平均期租水平有望回升 30~50%。

图 1 我国原油进口量及增速



数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

图 2 美国周平均原油进口量

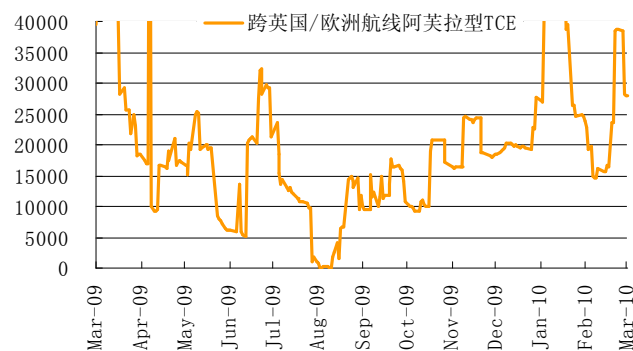


数据来源：EIA，湘财证券研究所

图 3VLCC 运费指数和阿芙拉型 TCE 水平



数据来源：BLOOMBERG，湘财证券研究所



2009 年 10 月份以来巴拿马型和超灵便型船运费坚挺

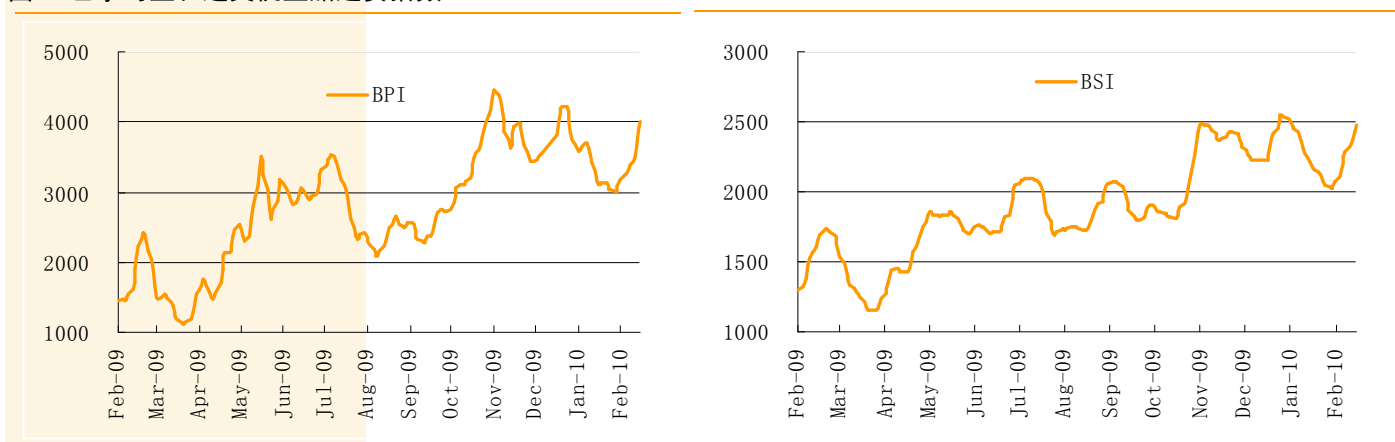
招商轮船干散货船队由 12 艘超灵便型和 2 艘巴拿马型船组成，1 月份新增 1 艘好旺角型。自 2009 年 10 月份以来，受到严寒天气导致的煤炭运输需求增加提振，超灵便型船和巴拿马型船运费指数表现坚挺。自 2009 年 1 季度以来，BSI 和 BPI 均值环比不断提升，2009 年第四季度分别升至 2070 点和 3421 点，后者是 2009 年第一季度的 2.75 倍。预计招商轮船干散货运输第四季度业绩是 2009 年中最好的一个季度，而 2010 年将继续提高，因为至 3 月 5 日，BSI 指数均值又环比升 10.58%。目前在铁矿石运输需求增加和铁矿石长协价大幅度上涨的背景下，BCI 指数出现重新上涨态势，这对于公司新投入运营的好望角型船形成有力形势。

表 4 波罗的海超灵便型和巴拿马型船运费指数均值

	2007	2008	2009.1Q	2009.2Q	2009.3Q	2009.4Q	2010.1Q
BSI	4,544	3,974	1,040	1,587	1,892	2,070	2,289
YOY	102.14%	-12.54%	-73.83%	52.60%	19.22%	9.41%	10.58%
BPI	7,032	6,090	1,244	2,263	2711.00	3,421	3,513
YOY	132.85%	-13.40%	-79.57%	81.91%	19.80%	26.19%	2.69%

数据来源：BLOOMBERG，湘财证券研究所

图 4 巴拿马型和超灵便型船运费指数



数据来源：WIND 资讯，湘财证券研究所

盈利前景仍较好，维持“增持”

招商轮船所得税率的具体调整情况尚未正式披露，我们预计这是公司从谨慎性角度考虑采取的会计处理方式，而公司税率逐渐与其他公司趋同将是大势所趋，因此我们认为所得税率调整对公司的长期价值影响较小。综合分析国际原油运输市场和干散货船超灵便型及巴拿马型船的运费指数走势及未来的发展趋势，结合公司所有船只均市场化的运营在国际市场，我们对公司未来两年的盈利前景持乐观态度，且不排除其业绩水平明显超出预期的可能。经过所得税率调高后，招商轮船 2010 年和 2011 年 EPS 分别为 0.29 元和 0.35 元，相比 2009 年 0.10 元的 EPS 有明显的提升，且动态 PB 仅为 1.89 倍，其估值水平较低，我们仍维持“增持”评级，6 个月目标价 7.50 元，对应 2010 年市盈率 26 倍。

表 5A 股可比公司估值

代码	名称	价格 3月5日	EPS			2010 Leading P/E	2011 Leading P/E	投资评级
			2009E	2010E	2011E			
601919	中国远洋	13.13	-0.47	0.56	0.96	23	14	买入
600026	中海发展	13.21	0.38	0.89	1.41	15	9	买入
600428	中远航运	10.80	0.11	0.60	1.24	18	9	买入
601866	中海集运	4.95	-0.48	0.12	0.24	41	21	增持
601872	招商轮船	5.77	0.14	0.29	0.35	20	16	增持
002320	海峡股份	50.55	1.24	1.57	1.91	32	26	增持
均值		16.40	0.15	0.67	1.02	25	16	

数据来源：湘财证券研究所

表 6 招商轮船盈利预测关键假设

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（万元）				
油运收入	188,235	133,521	221,969	238,532
周转量（亿吨海里）	830	913	1,187	1,217
单位运价（万吨海里）	227	146	187	196
干散货运输收入	130,135	52,900	84,966	122,000
周转量（亿吨海里）	283	255	357	488
单位运价（万吨海里）	460	207	238	250
其他	2,709	0	0	0
营业收入	321,079	186,421	306,935	360,532
营业成本（万元）				
油运成本	102,422	107,700	131,282	136,304
干散货运输成本	45,396	30,330	50,979	73,200
其他	2,710	0	0	0
营业成本	150,528	138,030	182,261	209,504

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

表 7 招商轮船利润表

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	321,079	184,800	306,935	360,532
营业成本	150,528	138,030	182,261	209,504
管理费用	7,468	6,068	6,371	6,689
财务费用	3,887	1,325	2,000	2,000
资产减值损失	23,461	0	0	0
公允价值变动收益	-715	900	500	500
投资收益	-3,734	2,200	5,000	5,000
营业利润	131,286	42,477	121,803	147,839
营业外收入	12,254	3,703	4,000	4,500
营业外支出	120	9	100	150
利润总额	143,420	46,171	125,703	152,189
所得税费用	15,257	11,858	25,141	30,438
净利润	128,163	34,313	100,562	121,751
EPS	0.37	0.10	0.29	0.35

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。