

# 招商轮船(601872)调研报告

谨慎推荐

首次评级

工业/交通运输服务

发布时间: 2010 年 5 月 21 日

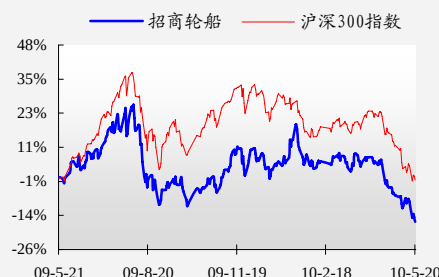
## 投资要点:

- 公司主业为原油及散货国际海运, 09 年受到油轮及干散货海运业低迷景气冲击, 业绩大幅下滑。
- 随着 2010 年全球经济复苏, 世界原油海运需求将现恢复性增长, 原油海运供求关系将趋于积极的变化。
- 干散货海运市场虽然维持供大于求格局, 但基于 09 年上半年较低的运价水平, 2010 年年均运价仍有适度上涨预期。
- 公司原油运输实力相对较强, 加之 2010-2011 年是公司新船订单集中交付期, 公司运力扩大可能受益行业景气改善预期。
- 公司合资经营的液化天然气船运输业务步入正轨, 将贡献稳定收益。
- 预计 2010 年公司收入 26.8 亿元, 增长 44%, 归属母公司净利润 7.55 亿元, 同比增长 128%, 每股收益 0.22 元, 动态市盈率 20 倍, 市净率 1.59 倍。
- 市净率估值水平处于行业低端, 加之业绩有明显改善预期, 给予谨慎推荐投资评级。
- 主要风险: 若原油及干散货海运景气回落, 公司新增运力较多可能影响短期业绩表现。

## 业绩预测:

|       | 主营收入<br>(万元) | 增长率<br>(%) | 归属母公<br>司净利润<br>(万元) | 增长率<br>(%) | EPS<br>(元) | ROE<br>(%) | 市盈率<br>(倍) | 红利<br>收益率<br>(%) |
|-------|--------------|------------|----------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|
| 2009  | 186,421      | (41.94)    | 34,312               | (72.17)    | 0.10       |            | 45.00      |                  |
| 2010E | 268,000      | 44         | 75,500               | 128        | 0.22       |            | 20.45      |                  |
| 2011E |              |            |                      |            |            |            |            |                  |
| 2012E |              |            |                      |            |            |            |            |                  |

走势图



## 市场数据

2010-5-20

|          |        |
|----------|--------|
| 收盘价:     | 4.50 元 |
| 52 周最高价: | 6.90 元 |
| 52 周最低价: | 4.50 元 |
| 平均持仓成本:  | 5.68 元 |

## 基本数据

2010Q1

|              |         |
|--------------|---------|
| 总股本 (万股):    | 343,340 |
| 流通 A 股 (万股): | 343,340 |
| 每股收益 (元):    | 0.07    |
| 每股净资产 (元):   | 2.82    |
| 每股经营现金流 (元): | 0.06    |
| 市净率:         | 1.59    |

分析师: 许祥

执业证书编号: S0550200010020

TEL: (8621)6337 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: xuxu\_cncn@163.com

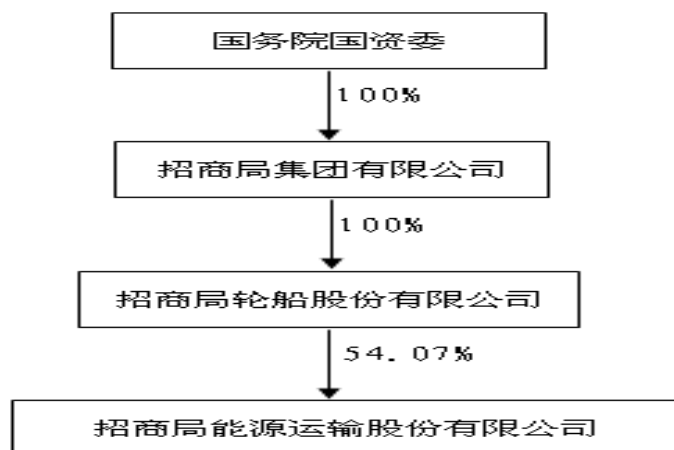
地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

## 原油及散货海运构成两大主业

公司主营业务为原油及散货国际海运，目前全部经营收益来源于公司在境外设立的全资控股子公司招商局能源运输投资有限公司，该公司旗下有油轮船队和散货船队，两个船队分别由公司全资拥有的专业管理公司海宏(香港)公司及香港明华进行日常经营管理。另外，公司还通过下属的合营企业中国液化天然气运输(控股)有限公司参与液化天然气专用船运输业务(间接持有 50%权益)。

公司的实际控制人为招商局集团，其通过全资子公司招商局轮船持有公司 54.07% 股权，为公司直接的控股股东。目前招商局集团旗下的航运资产基本进入了股份公司。



## 2010-2011 年运力扩张较快

截止 2010 年 3 月 31 日，公司油轮及散货船队经营管理 17 艘油轮、15 艘散货轮，合计 32 艘，459 万载重吨。2010-2011 年是公司前期新船订单集中交付期，除 2010 年 1 月已交付两艘 VLCC 船及 1 艘好望角散货船外，2010 年还将交付两艘 VLCC 船、1 艘阿芙拉油轮及两艘好望角散货船，至 2010 年底总运力将较 09 年底增长约 48%，2011 年底运力增长 24%。

### 招商轮船运力及新船交付计划表

| 船队       | 截止 2010 年 3 月底自有运力 |             | 2010 年 4-12 月新船交付 |             | 2011 年新船交付 |             |
|----------|--------------------|-------------|-------------------|-------------|------------|-------------|
|          | 艘数                 | 载重吨<br>(万吨) | 艘数                | 载重吨<br>(万吨) | 艘数         | 载重吨<br>(万吨) |
| 油轮船队     | 17                 | 371.3       | 3                 | 70.51       | 1          | 29.73       |
| 散货船队     | 15                 | 88          | 2                 | 36          | 4          | 108         |
| 合计       | 32                 | 459.3       | 5                 | 106.51      | 5          | 137.3       |
| 合营 LNG 船 | 5                  | 73.6 万立方    |                   |             |            |             |

## 原油运输业务面临行业景气改善预期

公司原油运输实力相对较强的主业之一。至 2010 年一季度末，公司油轮船队共经营管理 17 艘油轮，合计 371 万载重吨，占公司油轮及散货船总运力比重为 80%。

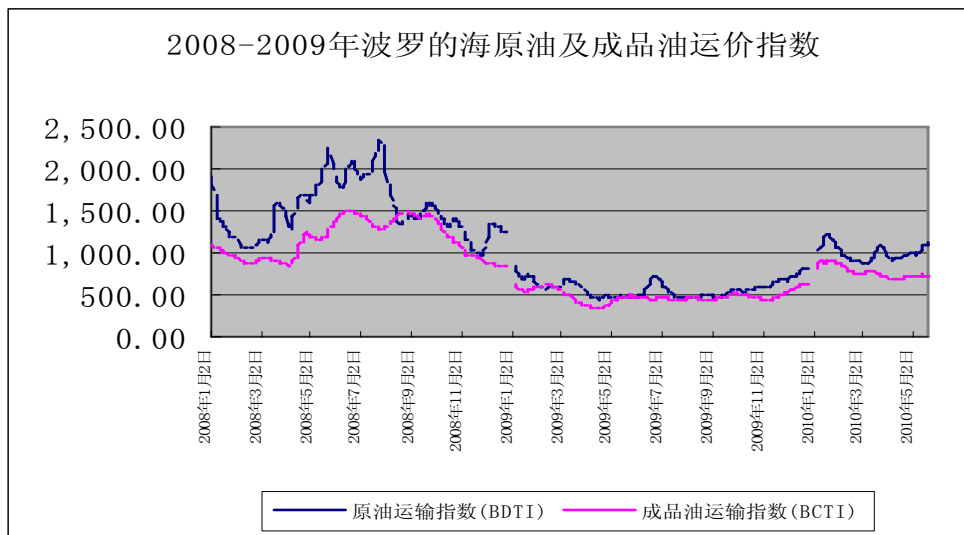
|         | 艘数 | 船龄（年） | 载重吨（万吨） |
|---------|----|-------|---------|
| 油轮船队    | 17 | 7.8   | 371.3   |
| 其中：VLCC | 10 | 8.3   | 292.9   |
| Suezmax | 1  | 18.2  | 14.6    |
| Aframax | 6  | 5.1   | 63.8    |

从公司油轮运力构成看，船队运力的主体由 10 艘 30 万吨 VLCC 超级油轮构成，另外为 1 艘苏伊士油轮，6 艘阿芙拉油轮，整个油轮船队平均船龄约 8 年。由于 2009 年新交付两艘 VLCC 新船及一艘阿芙拉型油轮，加之 3 艘 VLCC 单壳油轮完成双壳改造，公司油轮船队运力结构得到一定程度的改善。

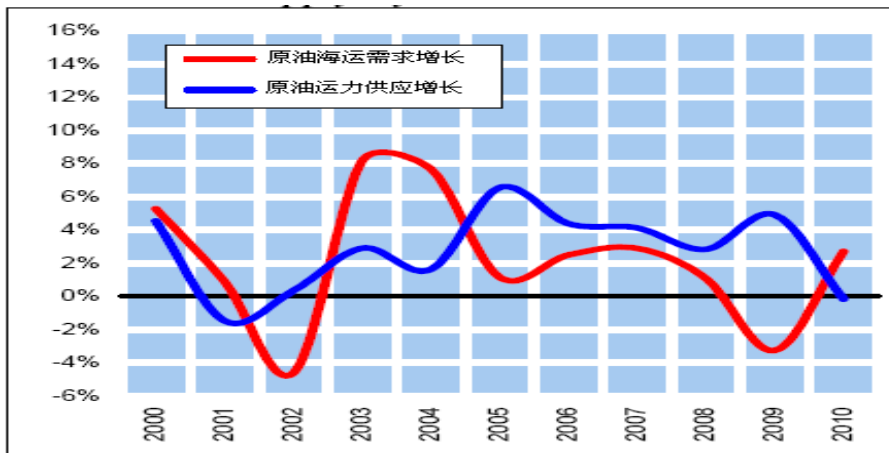
2010 年，公司将交付 4 艘 VLCC 新船及 1 艘阿芙拉油轮，其中 1 月份已交付两艘 VLCC，至 2010 年底，公司油轮船队运力将上升至 441.8 万载重吨

2009 年油轮行业景气极度低迷，波罗的海原油运价指数（BDTI）全年均值同比下跌 62%，其中 VLCC 船型中东至日本航线运价指数均值同比下跌 69%。受此影响，公司 2009 年油轮船队营业收入 13.69 亿元，同比减少 28.26%；油轮船队成本 10.71 亿元，同比增加 1.97%。油轮船队收入及毛利润占公司总量的比重为 73%、63%。油轮业务毛利率由上年的 45% 大幅下降至 22%。

2010 年以来，油轮运输市场景气在底部出现一定程度的复苏，波罗的海原油运价指数（BDTI）年初到 5 月 19 日均值为 1004 点，比 2009 年同期上涨 70%。



随着 2010 年全球经济复苏，世界油品的海运需求预计将有一定程度的恢复性增长。根据克拉克森公司最近的预测，2010 年，全球原油海运量将增长 3.2%，原油海运运力将可能出现 0.2% 的微幅下滑，原油海运供求关系将趋于积极的变化



来源：Clarkson

2010 年是招商轮船运力扩张较大的年份，基于 2010 年原油海运业供求关系变化的正面预测，若原油运价有明显上涨，将有助公司缓解运力扩张的成本压力，业绩改善预期增强。

### 散货船队结构待改善，行业景气延续适度复苏

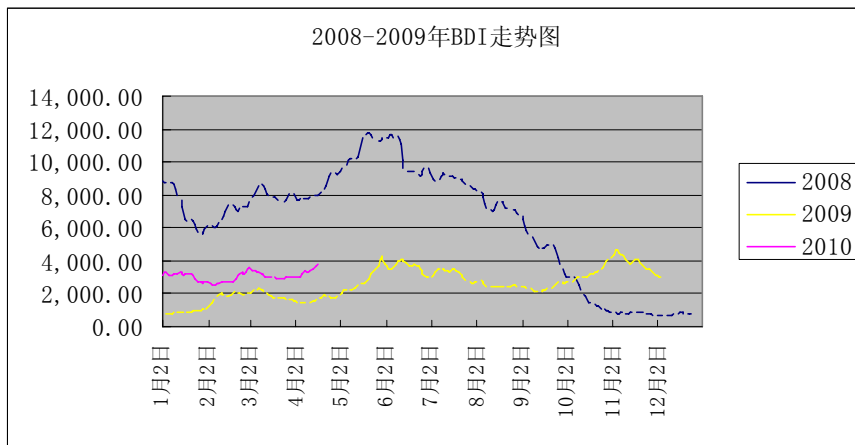
公司散货船队实力相对较弱，目前总运力仅 88 万载重吨，且船龄偏老，船型偏小，2009 年散货船队无新增运力。至 2010 年 3 月 31 日，散货船队共 15 艘，平均船龄为 15 年。

|                 | 艘数 | 船龄 (年) | 载重吨 (万吨) |
|-----------------|----|--------|----------|
| 散货船队            | 15 | 14.7   | 88       |
| 其中: Cape        | 1  | 0.2    | 18       |
| Panamax         | 2  | 16.6   | 15       |
| Handymax(49000) | 6  | 13.6   | 29.4     |
| Handymax(43000) | 4  | 17.0   | 17.2     |
| Handymax(42000) | 2  | 18.0   | 8.4      |

2010 年，共计有 3 艘 18 万吨级新建好望角型散货船投入运营，其中 1 月份已投放一艘，2011 年仍有 4 艘好望角型散货船投入运营，2010 年散货船运力规模将比 09 年底翻一番，而 2011 年底散货运力仍将大幅扩张。

从行业层面看，2009 年干散货海运市场在巨幅下跌后，波动剧烈，全年 BDI 均值同比下降 59%。受此影响，2009 年公司散货船队营业收入 4.95 亿元，同比减少 62%，散货船队成本 3.20 亿元，同比减少 29.54%，散货船队收入及毛利润占公司总量的 27%、37%，散货运输业务毛利率由 08 年的 62% 大幅下降到 35%。

2010 年以来，干散货海运市场继续复苏，年初到 5 月 19 日 BDI 均值为 3118 点，较上年同期上涨 87%。



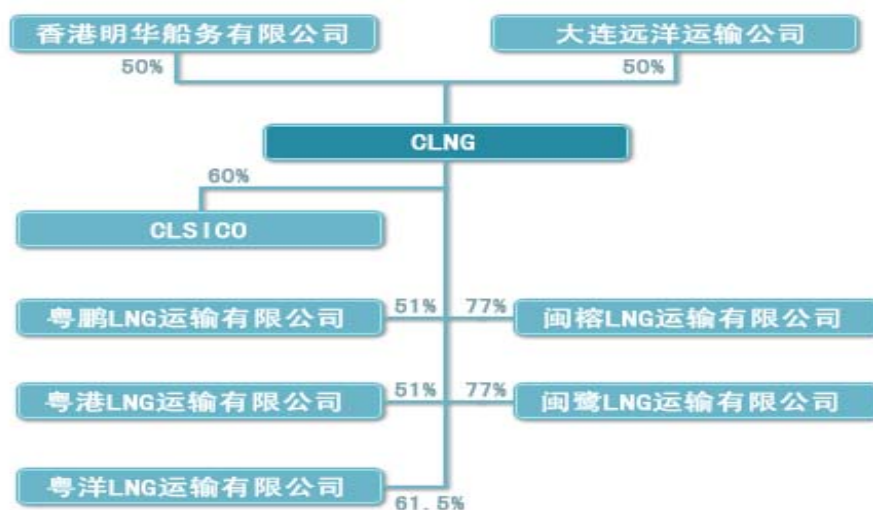
目前全球干散货海运市场供求形势仍未得到较大改观,根据克拉克森公司最近的预测,2010年全球干散货运力将增长14%,而需求增长7%。由于运力增长仍将大于需求增长,总体上行业景气仍可能偏向低迷,但基于09年上半年的极低运价水平,2010年全年平均运价水平仍可能有一定程度上升。

### 液化天然气运输贡献稳定收益

公司液化天然气运输业务主要由旗下的合营公司中国液化天然气运输(控股)有限公司(C LNG公司)经营。公司通过旗下香港明华船务有限公司持有50%权益。

CLNG公司负责液化天然气(LNG)船资产经营、运输经营、项目公司(单船公司)的管理等。CLNG公司投资60%的中国液化天然气船务(国际)有限公司(CLSICO)是LNG运输的专业船舶管理公司,负责LNG船舶的船员配置、技术管理和运行操作。

CLNG公司的股权结构见下图:



CLNG公司作为我国唯一的一家集LNG运输、投资、管理等综合功能的国际化

专业 LNG 运输公司，主导了我国第一个 LNG 进口项目运输的投资和管理公司的筹备和运行。CLNG 公司已经取得广东进口液化天然气运输项目、福建进口液化天然气运输项目和上海福建进口液化天然气运输项目的经营权。

截止 2009 年 12 月，CLNG 已经有 5 艘 LNG 船投入营运，其中 2008 年有两条 LNG 船交付运营，2009 年 3 条 LNG 船交付运营，由于有长期租赁合同保证，运输收益稳定。2008 年、2009 年液化天然气控股公司贡献的投资收益分别为 162 万、2317 万元，由于 09 年交付的 3 条船于 2010 年运营全年，因此投资收益仍将有明显增长，以后会比较平稳，2012 年有新 LNG 船项目，届时会有新增长。

### 2010 年业绩有望明显改善

2010 年一季度，公司营业收入 6.59 亿元，同比增长 32%；营业利润 1.94 亿元，同比下降 4%；实现归属母公司的净利润 2.23 亿元，同比增长 17%；每股收益 0.07 元。一季度收入增长来自运力扩大及运价上升的推动，但新增船舶成本费用上升较快，利润增长低于收入增长。

预计 2010 年公司收入 26.8 亿元，增长 44%，归属母公司净利润 7.55 亿元，同比增长 128%，每股收益 0.22 元，动态市盈率 20 倍，市净率 1.59 倍。

2009 年原油海运行业供求关系有改善预期，公司专注原油运输及运力扩大可能受益行业景气改善，目前市净率估值水平处于行业低端，给予谨慎推荐投资评级。

主要风险：若原油及干散货海运景气回落，公司新增运力较多可能影响短期业绩表现。



## 投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

## 郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。