

运价恢复支持业绩大幅回升

谨慎推荐

维持评级

分析师: 毛昂 邮箱: maoang@chinastock.com.cn 电话: 010-66568732 执业证书号: S0130200010405

1. 事件

2010年6月10日招商局能源运输股份有限公司公布了2010年中期业绩预增报告。2010年上半年公司归属上市公司股东的净利润将比较上年同期同比增长90%--110%，上年同期归属上市公司股东的净利润2.21亿元，每股收益0.06元。

2. 我们的分析与判断

我们认为，公司2010年上半年业绩大幅度恢复，主要有以下几个因素需要投资者特别注意。

(1) 国内外运输价格大幅度上升。2010年上半年以来，公司主要业务的国际干散货运输的BDI指数稳健上升，2010年1-5月散运BDI平均指数为3181点，比较2009年全年的2617点，上升了21.55%，而从月度其实趋势分析，BDI指数总体趋势是呈现上升态势；2010年1-5月油运BDTI平均指数为1007点，比较2009年全年的581点，大幅度上升了73%，而从月度其实趋势分析，BDTI指数总体趋势是爆发后回档稳定态势。所以我们认为，2010年上半年公司业务利润大幅度上升的最主要因素就是油运价格大幅度恢复，而散运价格稳健上升也是主要原因之一。

(2) 2010年国内外经济出现大幅度恢复态势，国际原油需求从下降趋势转为上升趋势，根据多个国际组织预测综合结果，2010年国际原油需求将增长3%--4%，中国原油进口将增长12%左右，中国油品运输继续领先全球经济，同时煤炭和铁矿石的进口继续保持稳健增长趋势，公司属于中国四大航运公司之一，在散运和油运业务稳健增长的情况下，公司业务增长是有保证的。

(3) 2010年油轮市场全球石油需求将上升3.5%，散运需求上升6.3%；同时新建油轮也将出现交付高峰，全球油轮市场运力过剩威胁继续存在，虽然部分船舶出现延期交付和延期建设的侵蚀，总体供应增长速度还是大于需求增长的速度，5月下旬以后国际油轮运输市场各船型各航线运价一定回落，波罗的海原油运价指数(BDTI)回落到900点左右，BDI指数也从4200点回落到3500点左右，说明下半年供给的压力已经开始提前出现。下半年船舶投放高峰是考验国内外航运市场的关键，重点是需求是否继续上升，以及船舶供给能否部分延期，以及单壳油船淘汰的情况。

(4) 公司一季度收入6.59亿元，同比增长32%；归属母公司股东净利润2.3亿元，同比增长11%，每股收益从去年同期的0.06元上升今年的0.07元。净利润恢复的幅度基本符合我们的预测。

我们预计，公司上半年归属母公司股东净利润5.0亿元，同比增长127%，每股收益从去年同期的0.06元上升今年的0.14元。公司运输能力逐步提升以及运输价格大幅度上升是主要原因。

(5) 2010 年以来国际石油和成品油运输价格指数出现大幅度恢复性上升局面, 国内外需求恢复幅度良好, 2010 年 1-5 月油运平均水平高于 2009 年全年平均水平 72%, 距离 2007 年水平还有 15% 的差距。公司油运业务已经全面恢复盈利状态, 目前处于合理利润经营状态。比较 2009 年已经全面好转, 目前处于稳健恢复状态。我们认为, 公司油品运输数量将保持稳健上升, 运输价格将继续呈现恢复性上升局面。

(6) 2010 年 1-6 月, 代表干散运输的价格指数 BDI 维持在 2700 点—4200 点范围徘徊, 2010 年 5 月 BDI 平均为 3838 点 (2009 年同期 2540 点), 同比上升了 51%, 比较 2009 年全年的 2617 点, 上升了 47%, 总体恢复幅度比较快。这样公司相当部分即期运输合同的运输价格大幅度上升, 公司干散货业务的市场盈利亏损平衡点在 2200 点左右, 公司散货业务的收入和利润已经从“薄利”向“合理利润”水平, 并且继续好转。2010 年干散货业务前景谨慎乐观。

(7) 我们认为, 2010-2011 年全球干散货和油运船舶将大批新船投入运行的压力继续存在, 船舶供应量将达到 12% 以上, 船舶投产速度超过需求增长水平的 40% 以上, 下半年全球海洋运输市场船舶存量船舶过剩压力将逐步显现, 大批新船舶下水将对于运输市场价格恢复是比较大的压力, 总体需求恢复增长, 据 Clarkson 预测, 2009 年全球干散货海运量下降 1% 至 30.24 亿吨, 2010 年可望增长 6% 至 32.00 亿吨。推动市场的最主要的因素——铁矿石的进口 2010 年上半年增长已经明显放缓, 保持之前的高速增长比较困难。

新船订单高企不下, 运力过剩形势严峻。尽管部分订单被取消或延迟, 但 2010 年下半年仍将是干散货新船交付的高峰期。Clarkson 预计 2010 年将要交付的一万载重吨以上的散货船高达 1528 艘/1.26 亿载重吨, 干散货运力增长将超过 11%, 尽管新船交付可能继续出现延迟, 但总体供大于求的形势依然非常严峻。全球海洋运输指数继续上升的速度将明显放缓。公司也订购了大批新船, 在国货国运政策支持, 运输数量具有一定的保证, 但是国内业务运输价格也参考国际运输价格适当加减一定比例, 国外业务必须执行国际运输价格。因此公司收入和利润必然受到一定的影响。

3. 投资建议

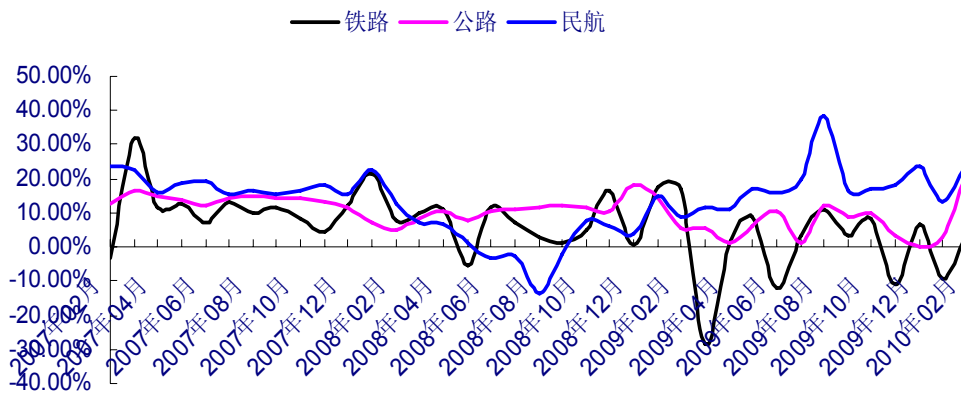
我们预计, 公司 2010 年、2011 年和 2012 年收入分别为 27.12 亿、29.14 亿和 31.87 亿, 净利润分别为 8.93 亿、9.92 亿和 11.72 亿, 每股收益分别为 0.26 元、0.29 元和 0.34 元, 我们认为公司业绩在 2010 年将出现比较大的恢复局面, 2011 年继续稳健恢复上升, 目前股票价格 2010 年、2011 年和 2012 年 PE 将达到 18 倍、16 倍和 14 倍, 我们按照 2010 年 15 倍—22 倍 PE 估值, 股票估值目标范围为 3.90 元—5.72 元。我们维持公司评级为“谨慎推荐”, 目前股票 4.7 元左右价格短期处于合理水平, 长期还是有相当潜力。

表 1: 公司业绩预测表

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	2420.92	3210.79	1864.23	2712.32	2914.46	3187.21
销售收入增长率(%)	-1.1	32.6	-41.9	45.5	7.5	9.4
净利润(百万元)	848.47	1233.13	343.38	893.21	992.12	1172.32
净利润增长率(%)	-3.9	45.3	-72.2	160.1	11.1	18.2
摊薄 EPS(元)	0.25	0.36	0.10	0.26	0.29	0.34
PE(X)	19	13	47	18	16	14
PB(X)	1.83	1.69	1.71	1.66	1.59	1.54
PS(X)	1	1.3	0.8	0.9	1	1.1
ROE(%)	9.69%	13.01%	3.66%	9.26%	9.86%	11.23%

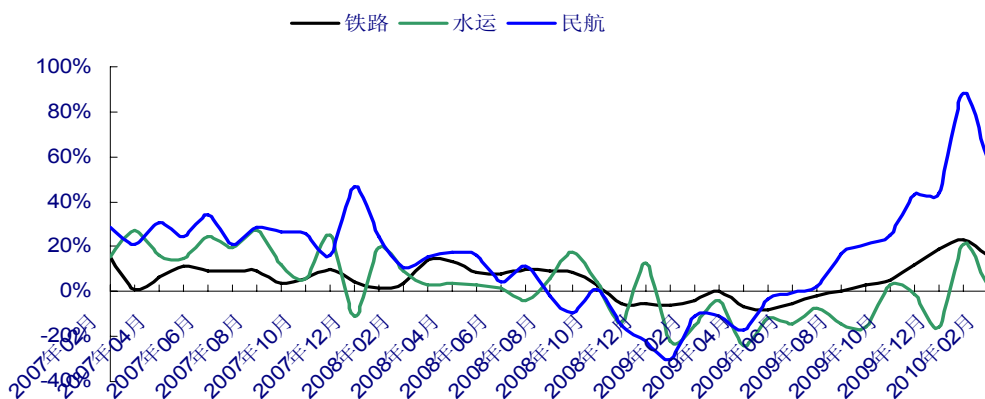
资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

图 1：旅客运输周转量增长比较：航空绝对领先



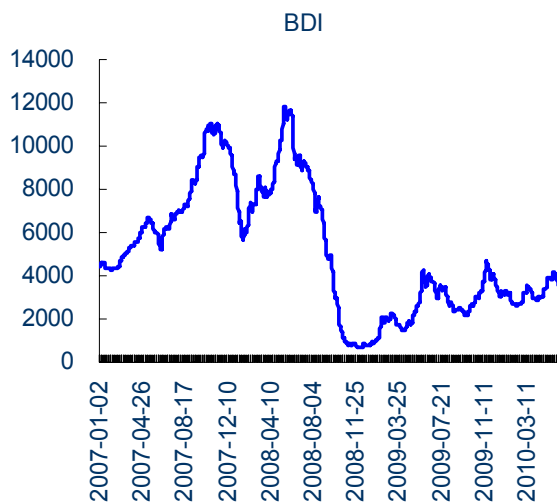
资料来源：国家统计局

图 2：货物运输周转量增长比较：航空爆发、潜力巨大



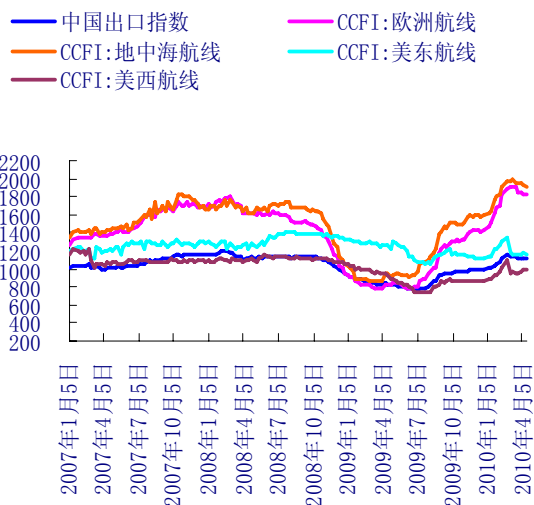
资料来源：国家统计局 中国银河证券研究所

图 3: BDI 指数: 短期回调 中期恢复



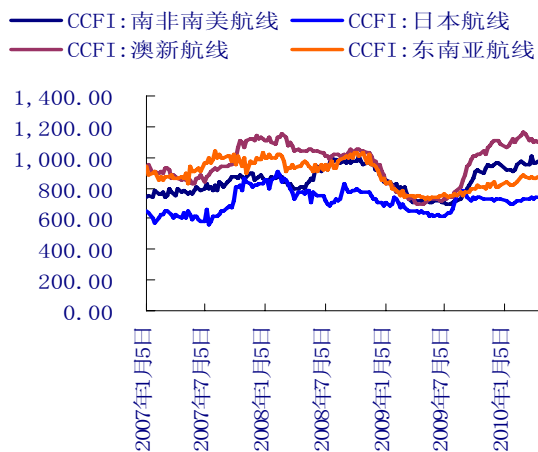
资料来源: WIND 中国银河证券研究所

图 4: 集装箱出口运价指数: 欧洲良好、美国低迷



资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究所

图 5: 集装箱亚洲指数: 日本低迷、澳非恢复



资料来源: WIND 中国银河证券研究所

图 6: 国际油运指数: 大涨后进入区间震荡



资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究所

表 2: 公司利润表

	2007 年	2008 年	2009 年	同比	08 一季	09 一季	10 一季	同比
一、营业总收入	24.21	32.11	18.64	-41.94%	8.32	4.99	6.59	32.14%
营业收入	24.21	32.11	18.64	-41.94%	8.32	4.99	6.59	32.14%
二、营业总成本	14.65	18.53	14.74	-20.49%	4.31	3.03	4.84	59.66%
营业成本	13.56	15.05	13.92	-7.55%	4.00	2.90	4.56	57.11%
管理费用	0.81	0.75	0.68	-8.59%	0.17	0.18	0.18	-3.17%
财务费用	0.26	0.39	0.14	-63.78%	0.15	-0.06	0.10	-282.33%
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00		0.00	0.00	0.00	
公允价值净收益	-0.47	-0.07	0.08	-213.50%	0.00	0.04	0.02	-42.12%
投资净收益	-0.14	-0.37	0.26	-169.93%	-0.03	0.03	0.17	388.44%
四、营业利润	8.96	13.13	4.25	-67.65%	3.98	2.04	1.95	-4.37%
加: 营业外收入	0.39	1.23	0.37	-69.62%	0.60	0.00	0.35	
减: 营业外支出	0.01	0.01	0.00	-75.98%	0.00	0.00	0.00	
五、利润总额	9.34	14.34	4.62	-67.81%	4.58	2.04	2.29	12.71%
减: 所得税	0.52	1.53	1.08	-29.03%	0.07	0.08	0.02	-69.94%
六、净利润	8.82	12.82	3.53	-72.42%	4.51	1.96	2.27	15.91%
少数股东损益	0.33	0.49	0.10	-78.75%	0.10	0.05	0.04	-31.56%
归属母公司净利润	8.48	12.33	3.43	-72.17%	4.42	1.91	2.24	17.18%
七、每股收益:								
(一) 基本每股收益	0.25	0.36	0.1	-72.22%	0.13	0.06	0.07	16.67%
(二) 稀释每股收益	0.25	0.36	0.1	-72.22%	0.13	0.06	0.07	16.67%

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

行业公司覆盖范围：

600009 上海机场、600004 白云机场、000089 深圳机场、600897 厦门空港
601111 中国国航、600029 南方航空、600015 东方航空、600591 上海航空
600221 海南航空、000099 中信海直、600270 外运发展、600125 铁龙物流
601006 大秦铁路、601333 广深铁路、600087 长航油运、601919 中国远洋
600026 中海发展、601872 招商轮船、601866 中海集运、600896 中海海盛
600428 中远航运、600798 宁波海运、600692 亚通股份、600561 长运股份
600611 大众交通、600662 强生控股、600834 申通地铁、600326 西藏天路
600878 中储股份

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908