

湘财证券研究所
交通运输研究小组

刘正

Tel: 021-68634510-8078

E-Mail: lz2941@xcsc.com

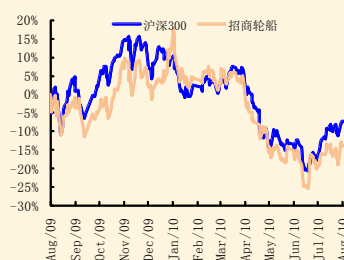
刘江渝

Tel: 021-68634510-8278

E-Mail: lly2775@xcsc.com

公司数据

当前价格	4.68
目标价格	7.50
52周波动区间	6.42
	3.97
流通A股(亿股)	34.33
总市值(亿元)	160.68
日均成交量(百万股)	28.92

最近一年股价表现

两大业务毛利提升促净利润翻倍，每股收益 0.13 元

招商轮船中期营业收入 13.67 亿元, 同比增长 52%, 环比 2009 年下半年增长 42%, 油运和干散货运输毛利分别提升 3.67 和 6.64 个百分点。受毛利上升推动, 及所得税率不足 1% 影响, 净利润同比翻倍, 录得每股收益 0.13 元, 其中 2 季度 0.06 元, 但二季度营业利润环比增长超过 17%。

□ 受益油轮运力增长，油运业务量提升促油运收入增长超过 62%

按照运力投放计划, 公司年内将有 4 艘 VLCC 投入运营, 目前已经投入 3 艘, 其中有 2 艘为年初投放, 运力的增长使得公司上半年完成超过 1400 万吨的油品运输, 周转量 700 亿吨海里, 同比增长近 3 成。同时, 上半年 VLCC 的 TCE 超过 5 万美元/天, 比 2009 年提升了 59%。受运量增长和还算不错的运价推动, 公司上半年油运收入超过 10 亿元, 同比增长 62%, 且毛利提升 3.67 个百分点至 25%。但我们注意到受到经济增长放缓的压力, 国际油价和运费正面临压力, 3 季度 BDTI 指数平均值已环比 2 季度下跌了 2 成。

□ 大灵便船 2 季度运费高涨，贡献 35% 的毛利

公司上半年干散货运输收入占比 25%, 但贡献了 35% 的毛利。二季度 BSI 平均指数升至 2642 点, 环比 1 季度增长近 10%。但我们依然看到该指数近 1 个多月的均值仅为 1790 点, 三季度公司干散货运输业务的毛利率预计将有所下滑。

□ 3 季度短期压力不改业绩上升趋势，维持“增持”评级

我们认为 3 季度国际油运和干散货市场处于低位将对公司短期业绩造成冲击, 预计单季每股收益将下滑至 0.04 元, 但招商轮船在业绩方面依然可圈可点, 且业绩增长趋势随着全球经济向好和运费的整体回升, 在未来 2 年不可逆转。目前招商轮船 2010 年的动态估值为 17X 的 PE 和 1.6 的 PB, 考虑到业绩上升的潜力, 我们继续对其维持“增持”评级。

□ 风险提示：全球经济增长动力衰减影响需求和运费水平风险。

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3,211	1,864	2,830	3,557	4,100
YOY%	32.63%	-41.95%	51.82%	25.70%	15.25%
净利润(百万元)	1,282	343	949	1,204	1,451
YOY%	44.00%	-73.24%	176.75%	26.81%	20.51%
EPS(元)	0.36	0.10	0.28	0.35	0.42
P/E(X)	13	47	17	13	11
P/B(X)	1.70	1.70	1.57	1.45	1.33

表 1 招商轮船中期业绩同比和环比趋势及下半年业绩预测

单位：百万元	2007.1H	2008.1H	2009.1H	2009.2H	2010.1H			2010.2HE		
						yoy%	HOH%		yoy%	HOH%
营业收入	1,197	1,633	901	964	1,367	51.82%	41.91%	1,463	51.79%	6.96%
减：营业成本	683	780	640	752	921	43.96%	22.49%	910	21.00%	-1.22%
减：营业税金及附加										
减：管理费用	34	37	35	33	32	-9.71%	-2.50%	38	15.78%	18.75%
减：财务费用	(5)	27	3	11	20	481.66%	91.69%	22	107.58%	8.29%
减：资产减值损失										
加：公允价值变动	10	(21)	10	(2)	(6)			11		
加：投资净收益	(3)	(1)	9	17	34	286.70%	98.96%	36	107.08%	4.08%
其中：对联营合营企业投资收益	(3)		6	17	33	n.a	97.68%	36	114.03%	8.27%
二、营业利润										
营业利润	492	768	241	184	423	75.99%	129.75%	539	192.35%	27.24%
加：营业外收入		122		37	35					
减：营业外支出		1		0	2					
三、利润总额										
利润总额	492	888	241	221	456	89.50%	106.09%	541	144.67%	18.72%
减：所得税	5	10	13	95	4	-68.61%	-95.69%	24	-75.26%	474.58%
四、净利润										
净利润	487	878	227	126	452	98.58%	258.61%	517	310.45%	14.46%
减：少数股东损益	17	24	7	4	10	49.10%	169.75%	10	172.48%	1.01%
归属于母公司所有者净利润	470	855	221	122	442	100.08%	261.30%	507	314.59%	14.75%
基本每股收益	0.14	0.25	0.06	0.04	0.130	116.67%	225.00%	0.150	275.00%	15.38%

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

表 2 招商轮船盈利预测关键假设

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）					
油运收入	188,235	133,521	217,000	233,740	262,353
		-29%	63%	8%	12%
周转量（亿吨海里）	830	913	1,550	1,612	1692.6
单位运价（万吨海里）	227	146	140	145	155
干散货运输收入	130,135	52,900	66,000	122,000	147,620
		-59%	25%	85%	21%
周转量（亿吨海里）	283	255	275	488	536.8
单位运价（万吨海里）	460	207	240	250	275
其他	2,709	0	0	0	0
营业收入	321,079	186,421	283,000	355,740	409,973
yoy%	33%	-42%	52%	26%	15%
营业成本（万元）					
油运成本	102,422	109,321	148,000	170,200	183816
干散货运输成本	45,396	30,330	35,079	53,200	61712
其他	2,710	0	0	0	0
营业成本	150,528	139,651	183,079	223,400	245,528
yoy%	11%	-7%	31%	22%	10%

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

表 3 招商轮船利润表

单位：百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2420.92	3210.79	1864.21	2830.00	3557.40	4099.73
减：营业成本	1356.26	1505.28	1391.66	1830.79	2234.00	2455.28
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	80.65	74.68	68.26	70.00	80.00	85.00
财务费用	25.77	38.87	14.08	42.28	65.18	109.25
资产减值损失	1.82	234.61	-0.33	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	-13.90	-37.34	26.11	70.00	90.00	90.00
公允价值变动损益	-46.73	-7.15	8.12	5.00	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	895.78	1312.87	424.77	961.93	1273.22	1545.20
加：其他非经营损益	38.14	121.34	36.94	35.00	10.00	0.00
利润总额	933.92	1434.20	461.70	996.93	1283.22	1545.20
减：所得税	51.99	152.57	108.28	27.66	59.41	72.51
净利润	881.93	1281.63	353.43	969.27	1223.81	1472.69
减：少数股东损益	33.46	48.51	10.31	20.00	20.00	22.00
归属母公司股东净利润	848.47	1233.12	343.12	949.27	1203.81	1450.69
每股收益(EPS)	0.247	0.359	0.100	0.276	0.351	0.423

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。