

招商轮船(601872.SH)

交通运输行业

估值历史低位，四季度或现股价催化剂

——招商轮船投资分析报告

评级: 买入
上次评级: 首次评级
当前价格: ¥ 4.58
2010.8.30

✍	齐艳莉	✍	马哲峰
☎	86-22-2845 1625	☎	86-10-5836 2779
SAC 执业证书编号	S1150207120103	✉	mazf@bhqz.com
✉	qyl@bhqz.com		

核心观点:

- 估值水平历史低位
- 期待行业四季度旺季
- 2011年运力增长或低于预期

投资要点:

● 估值水平历史低位;

2010 年中报披露公司每股净资产 2.86 元每股, 对应 8 月 30 日股价 PB 为 1.6 倍, 从数据看, 目前公司的 PB 处于历史低位; 从市盈率角度看, 公司 2011 年 EPS 对应市盈率约 16 (X), 同样处于低位; 我们认为, 从长期投资的角度看, 公司目前的价格已具备充分的安全边际;

● 四季度行业旺季或成为短期股价催化剂;

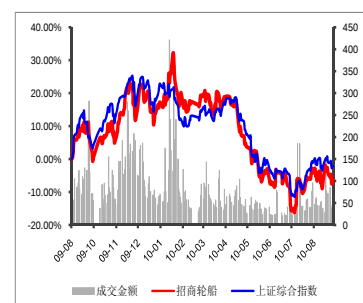
一般而言, 油轮和散货船运费由于季节性的因素, 在四季度运费会出现一定的上涨; 我们认为油轮市场短期运费走势更多的取决于需求, 而四季度油轮行业需求端的环比上涨是大概率事件, 因此尽管仍然面临运力过剩的问题, 但是我们认为油轮运费在四季度上涨的确定性较强;

● 2011 年运力增长或低于预期;

更长期的看, 2011 年可能是油轮运力增速最快的一年, 但是我们认为市场目前预期的 10% 的增速可能偏高, 首先 2010 年拆卸量很有可能明显低于预期, 其次明年运力的交付比例很有可能低于预期, 市场的预期可能过度悲观;

● 投资建议

从估值的角度看, 我们给予公司买入评级, 提示四季度可能出现的股价催化剂;



公司简介

公司是一家集油轮运输、散货船运输和液化天然气运输等能源运输为主业的航运企业, 是目前国内运力规模最大的远洋油轮船队。

公司深度研究

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入	3,211	1,864	2,987	3,726	4,336
(+/-)%	33%	-42%	60%	25%	16%
经营利润 (EBIT)	1631	404	944	1090	1277
(+/-)%	66%	-75%	134%	16%	17%
净利润	1233	343	818	946	1123
(+/-)%	45%	-72%	138%	16%	19%
每股净收益 (元)	0.359	0.100	0.2383	0.2754	0.3271
利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售毛利率 (%)	53.12%	25.35%	34.10%	31.76%	31.94%
ROE (%)	12.87%	3.57%	8.08%	8.58%	9.29%
ROIC (%)	10.49%	2.18%	6.06%	6.58%	7.19%
PE	12.56	45.13	18.93	16.38	13.79
PB	1.62	1.61	1.53	1.41	1.28
EV/EBITDA	7.56	20.52	12.35	10.38	8.61

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	4926	3229	1200	1776	2807	营业收入	3211	1864	2987	3726	4336
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	1505	1392	1969	2543	2951
应收账款	58	83	133	165	192	营业税金及附加	0	0	0	0	0
预付款项	66	0	158	361	597	销售费用	0	0	0	0	0
其他应收款	73	163	261	326	379	管理费用	75	68	75	93	108
存货	41	69	75	97	113	财务费用	39	14	72	72	54
其他流动资产	0	27	27	27	27	资产减值损失	235	0	0	0	0
长期股权投资	395	425	425	425	425	投资收益	-37	26	70	70	70
固定资产	4722	7105	9242	10304	10669	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	3932	3461	2681	1690	1045	营业利润	1313	425	942	1088	1293
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	121	37	0	0	0
无形资产	0	0	0	0	0	税前利润	1434	462	942	1088	1293
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减：所得税	153	108	94	109	129
资产总计	14347	14661	14276	15247	16329	净利润	1282	353	848	980	1163
短期借款	1914	683	0	0	0	归属于母公司的净利润	1233	343	818	946	1123
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	49	10	29	34	40
应付账款	144	106	188	259	270	基本每股收益	0.36	0.10	0.24	0.28	0.33
预收款项	18	19	21	23	25	稀释每股收益	0.36	0.10	0.24	0.28	0.33
应付职工薪酬	38	30	30	30	30	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
应交税费	177	257	0	0	0	成长性					
其他应付款	9	9	9	9	9	营收增长率	32.6%	-41.9%	60.3%	24.7%	16.4%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	65.7%	-75.2%	133.5%	15.5%	17.1%
长期借款	2058	3518	3518	3518	3518	净利润增长率	45.3%	-72.2%	138.4%	15.6%	18.8%
负债合计	4766	5043	4154	4227	4240	盈利性					
股东权益合计	9581	9618	10122	11020	12089	销售毛利率	53.1%	25.3%	34.1%	31.8%	31.9%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	销售净利率	38.4%	18.4%	27.4%	25.4%	25.9%
净利润	1282	353	848	980	1163	ROE	12.9%	3.6%	8.1%	8.6%	9.3%
折旧与摊销	339	424	544	628	680	ROIC	10.49%	2.18%	6.06%	6.58%	7.19%
经营活动现金流	2054	681	932	1360	1509	估值倍数					
投资活动现金流	-1682	-2325	-1830	-630	-330	PE	12.6	45.1	18.9	16.4	13.8
融资活动现金流	472	-53	-1132	-154	-149	P/S	4.8	8.3	5.2	4.2	3.6
现金净变动	843	-1696	-2029	576	1031	P/B	1.62	1.61	1.53	1.41	1.28
期初现金余额	4119	4926	3229	1200	1776	股息收益率	3.3%	3.3%	2.2%	0.5%	0.6%
期末现金余额	4962	3230	1200	1776	2807	EV/EBITDA	7.6	20.5	12.4	10.4	8.6

目录

1. 公司主营业务简介	4
2. 主营业务分析	5
2.1. 油轮行业	5
2.2. 干散货行业分析	9
3. 估值水平已处低位，期待股价催化剂	12

图表

图 1: 招商轮船分部主营业务收入	4
图 2: VLCC运费走势	6
图 3: Suez运费走势	7
图 4: Afra运费走势	7
图 5: Cape运费走势	10
图 6: Pana运费走势	10
图 7: 招商轮船估值处于历史低位	13

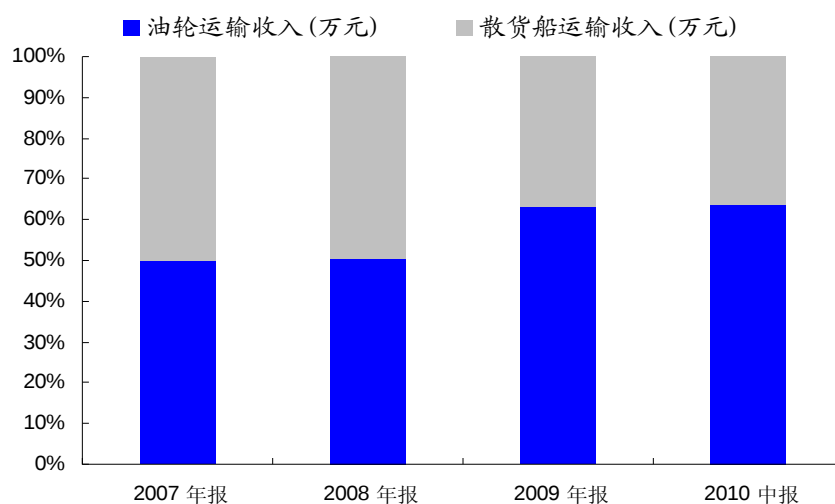
表格

表 1: 招商轮船油轮船舶明细	5
表 1: 长航油运油轮船舶明细	6
表 1: 中海发展油轮船舶明细	6
表 2: VLCC运费季节性	8
表 3: 油轮行业运力增速预期	9
表 4: 招商轮船干散货运力增速预期	9
表 5: Cape船运费季节性	11
表 6: 干散货行业运力增速预期	12
表 6: 干散货行业运力增速预期	12

1. 公司主营业务简介

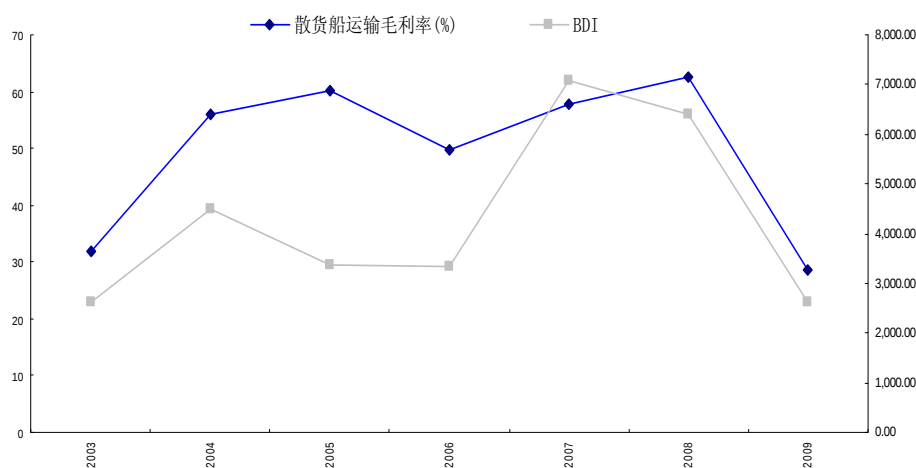
目前，公司业务大致分为三大块：干散货、油轮以及LNG，其中LNG业务通过控股子公司经营，相关收益计入投资收益，相对保守的预期，LNG船每艘每年大概能贡献约 2000 万左右的利润；从 2009 年年报和 2010 年半年报的数据看，油轮运输业务基本贡献了营业利润的 63%左右；

图 1: 招商轮船分部主营业务收入



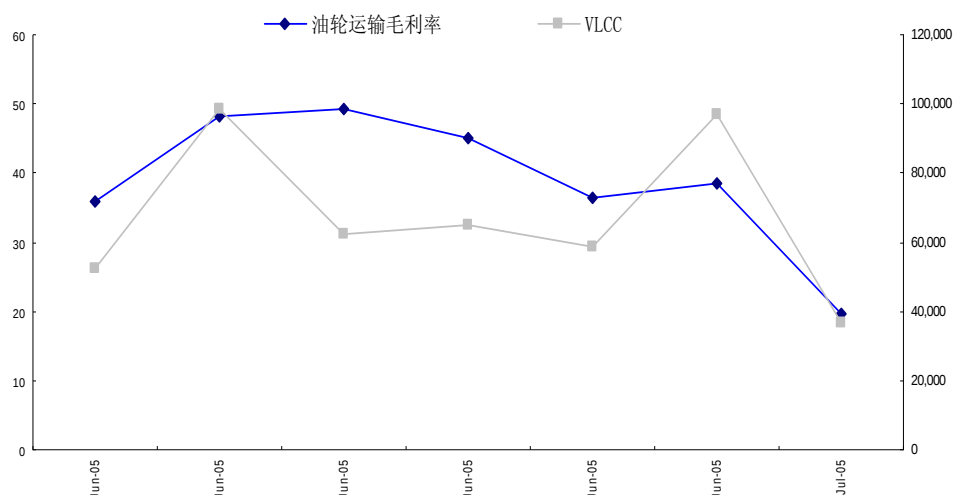
数据来源：公司公告 渤海证券研究所

图 2: 干散货业务毛利率



数据来源：公司公告 渤海证券研究所

图 3: 油轮业务毛利率



数据来源: 公司公告 渤海证券研究所

2. 主营业务分析

2.1. 油轮行业

船队结构

目前看, 招商轮船油轮全部为原油油轮, 船型以VLCC为主, 目前在手订单包括两艘VLCC和一艘阿芙洛, 2011 年实际有效运力较 2010 年预期将有大约 18% 的增长; 船型结构相对丰富可以对冲一部分风险, 且以原油油轮为主的船队规避了今年成品油油轮市场低迷的风险;

以目前的订单来看, 招轮运力增速低于长航油运以及中海发展, 未来油轮运力的保有量有可能为三者中最小;

表 1: 招商轮船油轮船船明细

招商轮船	2010 年 7 月		2010 年末		2011 年末	
	数量	载重吨	数量	载重吨	数量	载重吨
VLCC	11	322.3	12	352.1	13	381.8
Suez	1	14.7	1	14.7	1	14.7
Afra	6	63.8	7	74.8	7	74.8
合计	18	400.8	20	441.6	21	471.3

数据来源: 公司数据 渤海证券研究所

表 2: 长航油运油轮船舶明细

长航油运	2010 年 5 月		2010 年末		2011 年末		2012 年末	
	数量	载重吨	数量	载重吨	数量	载重吨	数量	载重吨
VLCC	6	178.2	11	326.7	14	419.6	16	482.8
MR	29	135.8	33	154.8	33	154.8	33	154.8
Afra	1	11	1	11	1	11	1	11
Pana	2	14.8	2	14.8	2	14.8	2	14.8
其他(4万吨以下)	9	22	9	22	9	22	9	22
化学品船	25	11	25	11	25	11	25	11
合计	72	372.8	81	540.3	84	633.2	86	696.4

数据来源: 公司数据 渤海证券研究所

表 3: 中海发展油轮船舶明细

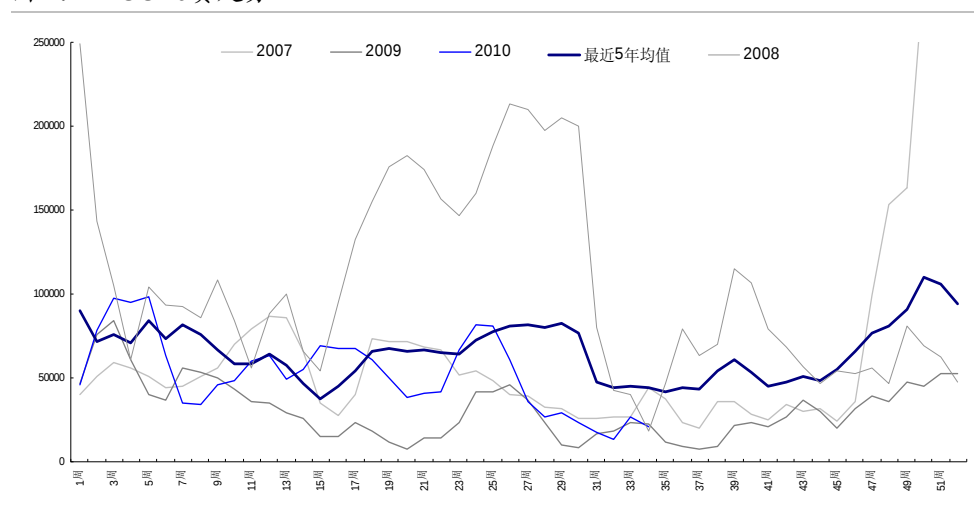
中海发展	2010 年 3 月		2010 年末		2011 年末	
	数量	载重吨	数量	载重吨	数量	载重吨
VLCC	9	267.2	12	357.2	12	357.2
Afra	4	40.8	4	40.8	4	40.8
Pana	14	97.2	19	137.2	22	160.2
Handy	37	141.4	37	141.4	37	141.4
合计	64	546.6	67	636.6	67	636.6

数据来源: 公司数据 渤海证券研究所

主要船型运费走势

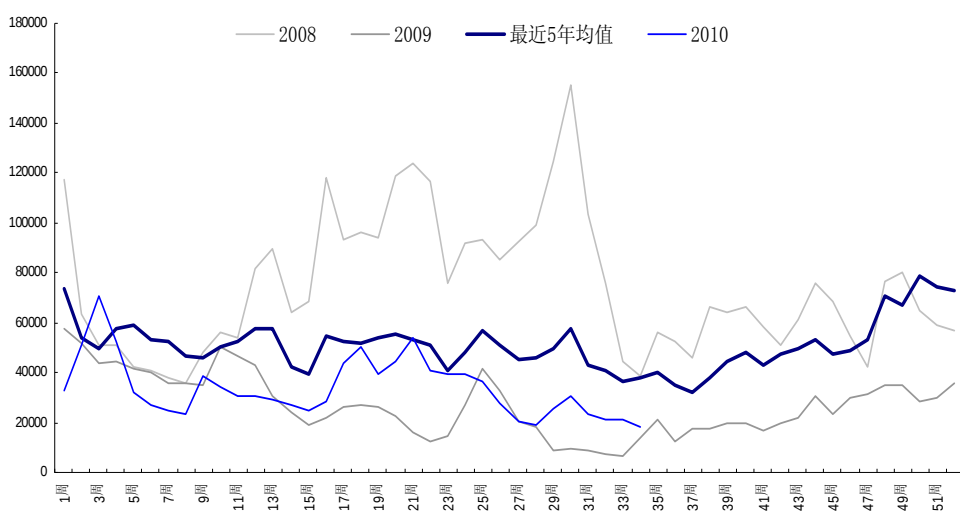
从截至到 8 月份第三周的数据来看, 2010 年运费整体水平要好于 2009 年同期, 但是仍然低于近 5 年的平均运费;

图 4: VLCC 运费走势



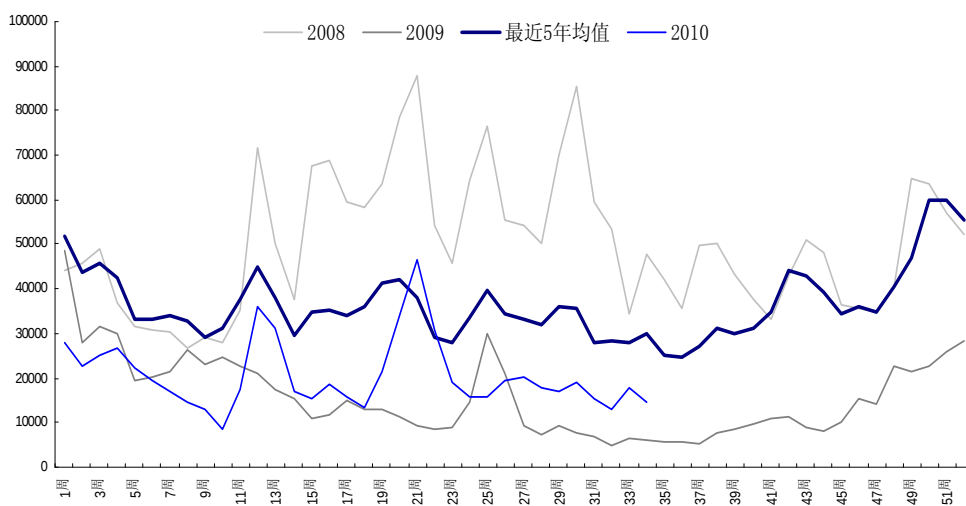
数据来源: Clarkson 渤海证券研究所

图 5: Suez 运费走势



数据来源: Clarkson 渤海证券研究所

图 6: Afra 运费走势



数据来源: Clarkson 渤海证券研究所

四季度一般为油轮行业的旺季

从历史数据显示的季节性来看,一般而言四季度为油轮行业的传统旺季,且四季度运费一般而言较 3 季度将有明显的上升,我们认为四季度运费的旺季可能成为股价短期内的催化剂;

表 4: VLCC 运费季节性

	Q1	Q2	Q3	Q4	全年
1997	33,228	34,304	47,388	48,996	40,979
1998	37,112	42,571	38,523	29,624	36,958
1999	31,678	18,466	15,945	15,885	20,494
2000	26,525	49,009	69,255	87,969	58,190
2001	60,527	31,998	30,695	20,585	35,951
2002	15,227	12,917	10,558	52,513	22,804
2003	75,282	44,286	32,541	70,626	55,684
2004	83,024	70,306	78,887	179,566	102,946
2005	68,049	35,662	44,799	103,910	63,105
2006	76,227	51,857	88,955	40,275	64,329
2007	59,680	54,918	31,263	112,428	64,572
2008	105,313	146,156	105,157	63,519	105,036
2009	49,655	22,928	16,674	35,486	31,186
平均	55,502	47,337	46,972	66,260	54,018

数据来源: Clarkson 渤海证券研究所

对于明年行业景气程度的判断

从订单数据看,2011 年将成为油轮行业订单压力最大的一年,预期全部运力增速将达到 11%,我们认为,这个增速有可能偏高,基于两个原因:第一,今年油轮的拆卸量未达预期,为拆卸部分将延后至 2011 年拆卸(2010 年预期拆卸量 36.5 M DWT,截止 6 月份仅拆卸 7.16 M DWT);第二,如果明年运力交付量过大导致运费下行明显,那么订单交付比例将有可能随之下降;

尽管如此,考虑到明年全球宏观经济 4%的增长和油轮运输需求增速和 GDP 增速之间不足 1%的弹性系数,2011 年运费走势仍然不能乐观,景气程度仍然有待观察;

表 5: 油轮行业运力增速预期

Fleet	VLCC			Suez			Afra			Pana			Handy			Total		
	200000+DWT			120-199999DWT			80-119999DWT			60-79999DWT			10-59999DWT					
END	数量	载重 吨	增速	数量	载重 吨	增速	数量	载重 吨	增速	数量	载重 吨	增速	数量	载重 吨	增速	数量	载重 吨	增速
1999	423	123		289	42		548	52		205	14		1,920	57		3,385	288	
2000	438	128	4.0%	292	42	1.8%	551	53	0.9%	217	15	6.1%	1,919	58	0.3%	3,417	296	2.45%
2001	424	125	-2.8%	275	40	-5.0%	548	53	-0.1%	215	14	-1.1%	1,946	59	1.7%	3,408	291	-1.66%
2002	425	124	-0.1%	286	42	4.7%	566	55	4.1%	218	15	1.5%	1,956	59	0.6%	3,451	295	1.56%
2003	428	125	0.2%	294	44	3.3%	599	59	7.8%	220	15	1.7%	2,002	61	3.4%	3,543	303	2.80%
2004	447	130	4.4%	304	46	4.4%	622	62	4.9%	238	16	9.7%	2,114	65	7.4%	3,725	320	5.36%
2005	470	137	5.5%	326	49	7.9%	668	68	8.5%	272	19	15.4%	2,245	70	7.0%	3,981	343	7.23%
2006	485	142	3.4%	349	53	7.4%	699	71	5.6%	307	21	13.8%	2,407	75	7.8%	4,247	363	5.84%
2007	502	148	4.1%	362	55	4.3%	743	76	7.1%	341	24	12.1%	2,606	82	8.1%	4,554	385	6.02%
2008	516	153	3.7%	365	56	1.1%	781	81	6.1%	369	26	9.0%	2,892	90	10.7%	4,923	406	5.63%
2009	540	162	5.6%	395	60	8.7%	837	88	8.4%	389	28	6.3%	3,131	98	8.5%	5,292	436	7.25%
2010E		157	-2.9%		65	7.3%		93	5.5%		28	2.5%		104	5.8%		447	2.50%
2011E		180	14.3%		74	14.7%		99	6.9%		32	10.9%		111	6.7%		495	10.84%
2012E		194	8.3%		80	7.9%		102	3.2%		32	1.9%		115	4.1%		524	5.88%
2013E		202	4.0%		83	2.9%		103	1.1%		33	2.2%		116	1.1%		537	2.52%

数据来源: Clarkson 渤海证券研究所

2.2. 干散货行业分析

船队结构

目前来订单看, Cape船是招商轮船船队扩张的重点, 目前干散货船舶在手订单为 6 艘Cape 船, 将分别于 2010-2011 年交付, 从保有量上看, 预期 2010-2011 年干散货运力增速分别为 52%和 85%;

公司现有的一艘Cape船以期租方式租出一年, 租费超过 30000 美元/天, 年内还将交付另外一艘;

表 6: 招商轮船干散货运力增速预期

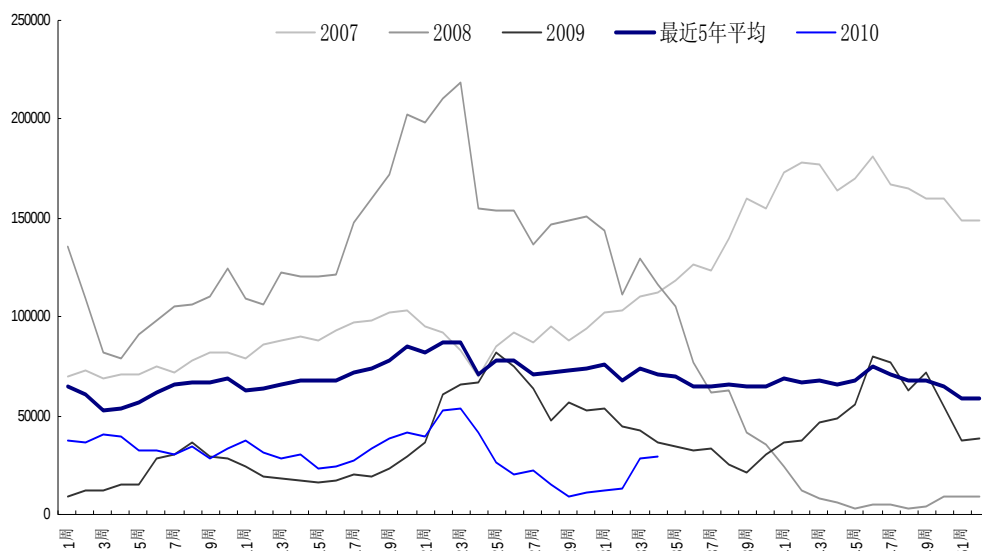
	2009		2010		2011	
	数量	载重吨	数量	载重吨	数量	载重吨
海角型	0	0	2	360000	7	1260000
巴拿马	2	147275	2	147275	2	147275
大灵便	10	551711	10	551711	10	551711
总计	12	698,986	14	1,058,986	19	1,958,986

数据来源: 公司数据 渤海证券研究所

主要船型运费走势

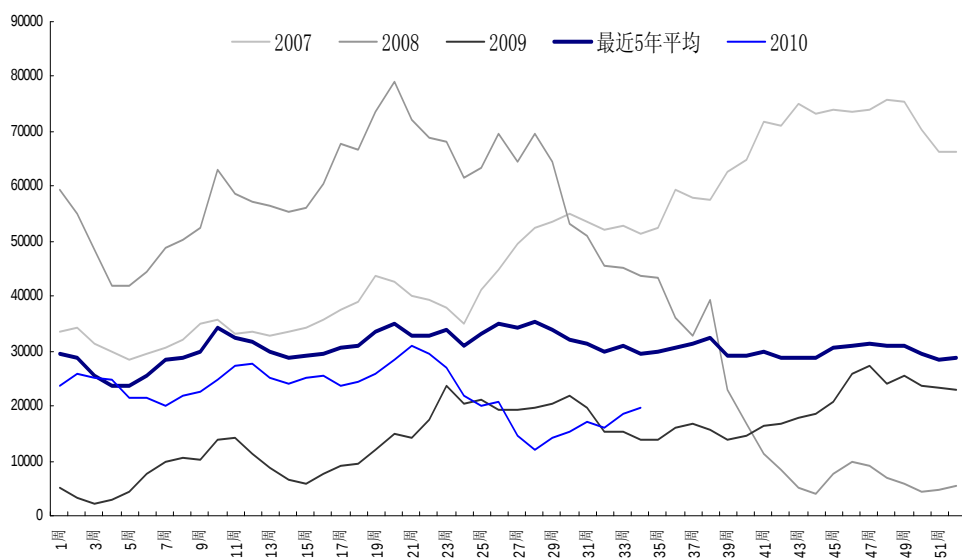
从目前的数据看，2010 年Cape船运费走势并未明显的好于 2009 年，但是巴拿马型船运费有所复苏，我们认为，从需求和供给两个角度看，未来巴拿马及大灵便运费复苏的态势很有可能继续强于Cape船；

图 7: Cape 运费走势



数据来源: Clarkson 渤海证券研究所

图 8: Pana 运费走势



数据来源: Clarkson 渤海证券研究所

四季度行业的旺季有待观察

一般而言，四季度同样是干散货市场的旺季，从目前的数据看，年内剩余时间干散货船舶依

旧有比较大的交付压力，我们认为干散货运费在年内剩余时间反弹是大概率事件，但是反弹的幅度可能会相对有限；

表 7: Cape 船运费季节性

	Q1	Q2	Q3	Q4
1998	16,848	11,742	10,230	12,278
1999	9,528	9,272	10,983	19,591
2000	21,338	23,073	24,794	27,915
2001	21,202	19,279	11,424	9,592
2002	11,317	10,842	10,844	20,287
2003	24,861	31,553	34,046	74,078
2004	86,794	51,754	59,924	81,449
2005	73,870	56,316	34,627	44,010
2006	35,341	32,491	50,021	61,074
2007	76,500	91,564	112,279	165,175
2008	106,120	164,202	110,128	10,345
2009	21,401	40,711	41,970	52,173
均值	42,093	45,233	42,606	48,164

数据来源: Clarkson 渤海证券研究所

干散货行业未来两年仍将承受运力的较大压力

2010 年是干散货运力增速的高峰，2011-2012 年运力增速预计将较 2010 年有所下降，但是仍将保持 11% 左右的增长，行业仍将承受运力较大的压力；

表 8: 干散货行业运力增速预期

Fleet	Cape			Pana			Handymax			Handysize			Total		
	100000+DWT			60-99999DWT			40-59999DWT			10-39999DWT					
END	数量	载重 吨	增速	数量	载重 吨	增速	数量	载重 吨	增速	数量	载重 吨	增速	数量	载重 吨	增速
1999	490	79		938	65		995	45		2,900	77		5,282	263	
2000	512	83	5%	994	70	7%	1,018	46	2%	2,844	75	-2%	5,336	272	3%
2001	532	87	4%	1,074	76	9%	1,102	51	9%	2,768	73	-3%	5,467	286	5%
2002	542	89	3%	1,108	79	4%	1,180	55	8%	2,716	72	-2%	5,528	293	2%
2003	564	94	5%	1,123	80	2%	1,232	57	5%	2,683	71	-1%	5,568	297	1%
2004	610	102	9%	1,205	86	8%	1,309	61	7%	2,724	72	2%	5,807	317	7%
2005	657	111	8%	1,299	94	8%	1,411	67	9%	2,756	73	1%	6,088	341	7%
2006	713	121	9%	1,399	102	9%	1,502	72	7%	2,766	74	0%	6,331	363	7%
2007	768	131	9%	1,479	108	6%	1,600	77	7%	2,837	76	3%	6,619	386	6%
2008	822	143	9%	1,558	115	6%	1,710	83	8%	2,886	77	2%	6,927	413	7%
2009	954	170	19%	1,631	121	6%	1,868	92	11%	2,867	77	0%	7,289	456	11%
2010E		205	21%		137	13%		107	17%		81	5%		530	16%
2011E		232	13%		152	11%		120	12%		84	4%		588	11%
2012E		264	14%		170	12%		127	6%		90	7%		652	11%
2013E		288	9%		177	4%		129	1%		91	2%		686	5%

数据来源: Clarkson 渤海证券研究所

3. 估值水平已处低位，期待股价催化剂

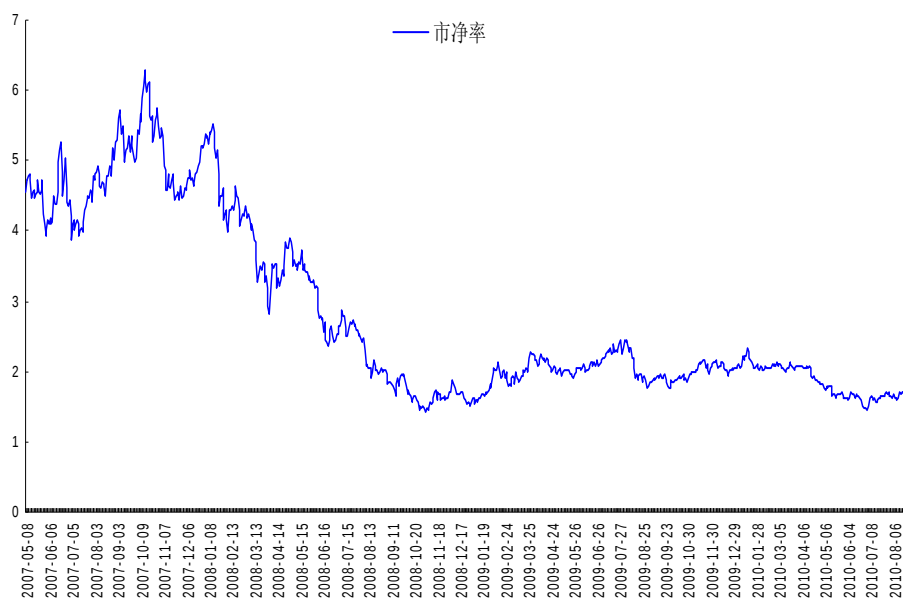
静态的看，8月27日股价对应2010年2季报净资产的PB仅有1.58(X)，从数据看，招轮的目前的PB也处在历史低位；从PE看，对应2011年EPS的PE大约为16(X)，我们认为在目前估值水平下，股价已经具备安全边际，如果干散货和油轮运费在四季度能有较好表现的话，运费的上涨可能成为股价短期的催化剂；

表 9: 航运业主要上市公司业绩一致预期

代码	简称	最新价格	总市值	流通市值	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB
		2010-8-27	(亿元)	(亿元)	TTM	10E	11E	TTM	10E	11E	(MRQ)
600798	宁波海运	0.00	40.25	0.00	0.00	0.08	0.11	0.00	60.07	42.37	2.12
600428	中远航运	7.97	104.44	104.44	0.14	0.27	0.53	55.88	29.31	14.92	2.39
600087	长航油运	5.76	92.77	47.46	0.06	0.23	0.33	92.42	25.26	17.43	2.08
601866	中海集运	4.09	477.84	95.57	-0.16	0.16	0.26	-25.15	25.21	15.52	1.81
601919	中国远洋	10.02	1,023.67	216.72	0.06	0.44	0.57	170.08	22.69	17.49	2.27
601872	招商轮船	4.58	157.25	157.25	0.16	0.24	0.28	27.87	19.08	16.36	1.60
600026	中海发展	9.68	329.56	204.11	0.42	0.56	0.67	23.05	17.20	14.37	1.50

数据来源: WIND 渤海证券研究所

图 9：招商轮船估值处于历史低位



数据来源：公司公告渤海证券研究所

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 4、卖出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋	022-28451131	谢晓冬	022-28451849
	13512060965		13820872805
	loyalbright@yahoo.com.cn		actionfish@live.cn
	huangfeng@bhq.com		xiexd@bhq.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水道西道八号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 602

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn