

航运 II

招商轮船 (601872. SH) / 4.96 元

3 季度业绩略低于预期，4 季度投资机会出现

事项

公司 10 月 15 日晚公布了 2010 年 3 季报，前三季度归属于母公司所有者的净利润(下称“净利润”)5.48 亿元，EPS0.16 元，同比增长 57%；3 季度净利润 1.07 亿元，EPS0.03 元，同比下降 16.4%。

主要观点

1、3 季度业绩略低于预期，主要原因是 3 季度全球干散货运价和油轮运价环比大幅下滑。公司的业务为干散货和油轮，运力占比为 21.6%和 78.4%。BDI 前三季度均值分别为 3027 点、3307 点和 2353 点，3 季度 BDI 较 2 季度跌 28.8%。公司油轮以 VLCC 为主，占 80%；根据 Clarkson 数据，前三季度中东至日本线 VLCC 的平均 TCE 分别为 62657 美元/天、60227 美元/天和 21206 美元/天，3 季度 VLCC 运价较 2 季度跌 64.7%。

2、运价下跌导致 3 季度盈利水平大幅下滑。前三季度收入分别为 6.59 亿元、7.08 亿元和 6.04 亿元；毛利分别为 2.03 亿元、2.44 亿元和 1.21 亿元；毛利率为 30.8%、34.4%和 20.1%。3 季度成本环比增加 4%，可能由于新船的投放增加折旧和运营成本。

3、我们预计 4 季度干散货运输市场将回暖，油轮运价在 10 月份触底反弹。BDI 在 7 月中旬 1700 点触底后持续回升，10 月 15 日为 2762 点，5 月份以来 BDI 走势与钢价密切相关，基本可以理解为钢价走势决定 BDI 走势。我们预计至年底钢价小幅回升，BDI 4 季度均值在 2800 点上方，全年均值在 2900 点左右。4 季度是油轮运输的传统旺季，冬季原油需求会上升，油轮运价过低和流动性充裕会促发投机性储油需求，因此至年底油轮供需两方面因素都会好转，运价会明显反弹。

4、盈利预测、投资建议和评级：由于 3 季度业绩低于预期，我们将 10 年业绩从 EPS0.28 元下调至 0.23 元，11-12 年业绩不变，调整后 10-12 年 EPS 分别为 0.23 元、0.32 元和 0.35 元，对应 PE 21 倍、15 倍和 14 倍。建议投资者把握 4 季度的交易性机会，维持“推荐”评级。

研究员：高利

联系人：邢富良

Tel: 021-38791266

Email: xingfuliang@hczq.com

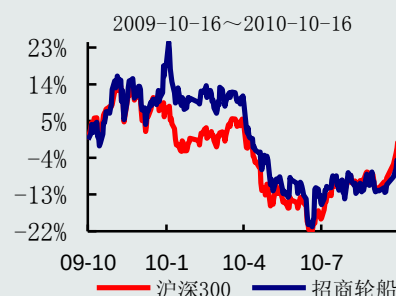
投资评级

投资评级:	推荐
评级变动:	维持

公司基本数据

总股本(万股)	343340
流通 A 股/B 股(万股)	343340/0
资产负债率(%)	34.40
每股净资产(元)	2.75
市盈率(倍)	49.63
市净率(倍)	1.80
12 个月内最高/最低价	6.42/3.97

市场表现对比图(近 12 个月)

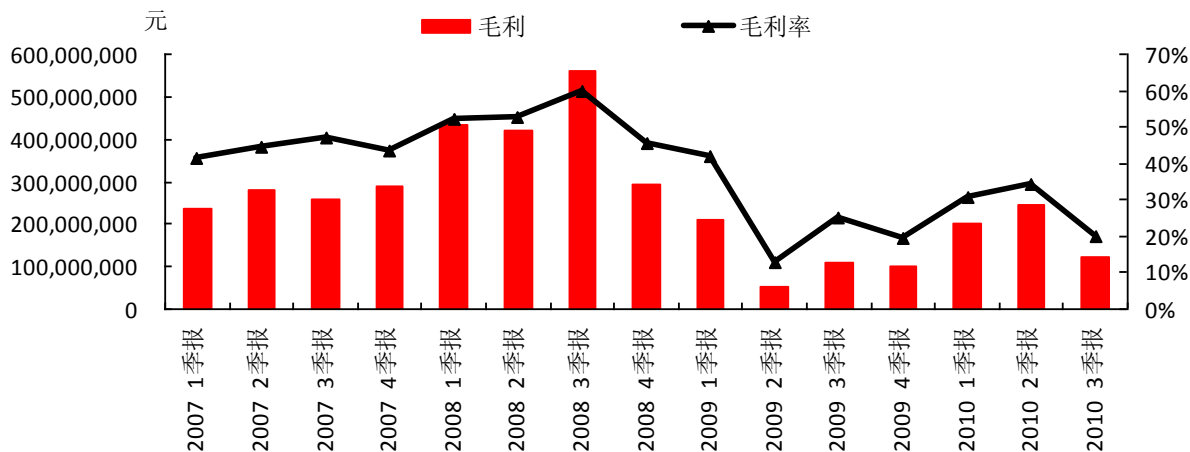


资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《中报业绩符合预期，下半年盈利预计继续好转》	2010-08-20
《国内最具有管理经验的油轮公司》	2010-07-22

图表 1 3 季度毛利下降 50%，毛利率回落 14.3 个百分点至 20.1%。



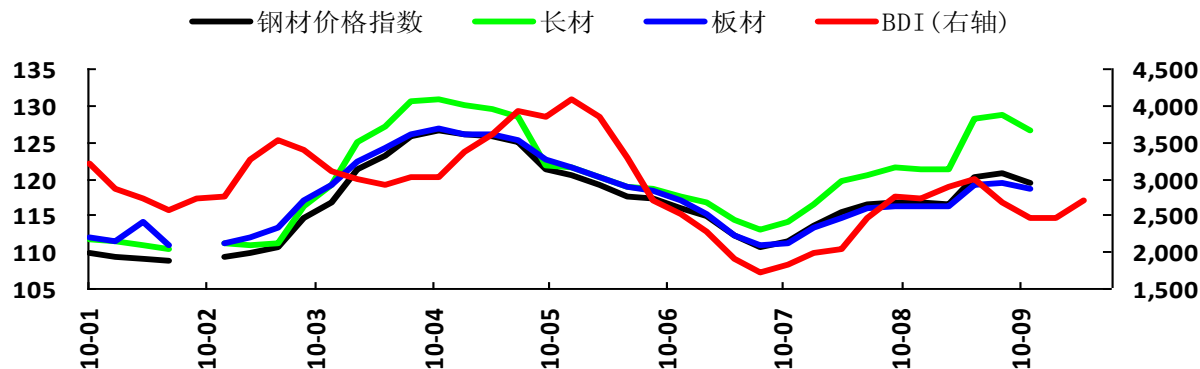
数据来源：公司报告

图表 2 3 季度收入、毛利和毛利率均下降，而成本环比上升 4%，原因可能是新船投放增加折旧和运营成本

项目	2009 1 季报	2009 2 季报	2009 3 季报	2009 4 季报	2010 1 季报	2010 2 季报	2010 3 季报
收入	499,036,033	401,638,096	447,058,190	516,478,005	659,447,696	708,924,051	604,588,126
成本	290,408,535	349,358,163	335,669,407	416,227,264	456,252,697	464,724,182	483,302,374
毛利	208,627,498	52,279,933	111,388,783	100,250,741	203,194,999	244,199,869	121,285,752
毛利率	41.8%	13.0%	24.9%	19.4%	30.8%	34.4%	20.1%

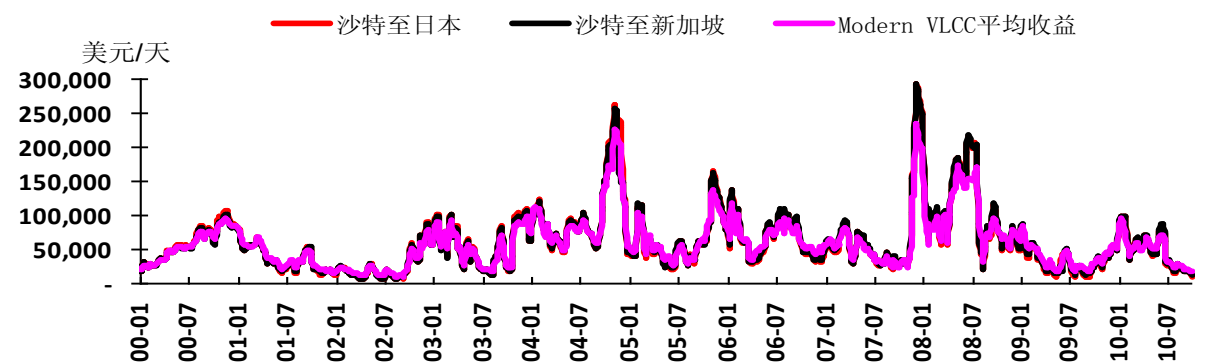
数据来源：公司报告

图表 3 5 月中旬以后 BDI 走势与钢价密切相关，短期内钢价决定 BDI 走向。



数据来源：Wind

图表 4 3 季度中东至日本线 VLCC TCE 环比下降 6 成多，船公司处于亏损状态。



数据来源：Clarkson

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3,594.84	4,446.78	5,651.66	7,376.96
现金	3,229.37	4,091.52	5,301.39	7,019.96
应收账款	82.70	91.80	77.64	84.04
其它应收款	163.13	85.03	107.03	118.40
预付账款	-	57.19	38.41	31.86
存货	69.12	65.32	58.33	64.26
其他	50.52	55.93	68.87	58.44
非流动资产	11,066.2	10,652.5	10,160.3	9,655.09
长期投资	424.58	395.72	405.08	408.46
固定资产	7,104.76	6,631.50	6,124.40	5,617.27
无形资产	-	-	-	-
其他	3,536.91	3,625.32	3,630.91	3,629.36
资产总计	14,661.0	15,099.3	15,812.0	17,032.0
流动负债	1,525.29	1,100.76	705.87	732.80
短期借款	682.82	418.80	-	-
应付账款	105.51	148.51	132.62	128.88
其他	736.96	533.44	573.26	603.92
非流动负债	3,517.69	3,616.14	3,592.89	3,575.57
长期借款	3,517.69	3,517.69	3,517.69	3,517.69
其他	-	98.45	75.20	57.89
负债合计	5,042.98	4,716.90	4,298.77	4,308.38
少数股东权益	161.27	192.03	221.88	245.53
股本	3,433.40	3,433.40	3,433.40	3,433.40
资本公积金	4,390.18	4,390.18	4,390.18	4,390.18
留存收益	2,576.67	3,310.22	4,411.23	5,597.97
归属母公司股东权益	9,456.85	10,190.3	11,291.4	12,478.1
负债和股东权益	14,661.0	15,099.3	15,812.0	17,032.0

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	681.23	1,280.89	1,540.72	1,604.85
净利润	353.43	832.97	1,130.87	1,210.38
折旧摊销	424.04	507.56	507.60	507.63
财务费用	14.08	26.24	20.44	16.23
投资损失	(26.11)	(80.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	(9.37)	27.41	5.06	(12.08)
其它	(74.83)	(33.30)	(23.25)	(17.32)
投资活动现金流	(2,324.5)	97.26	75.44	110.62
资本支出	2,362.28	-	-	-
长期投资	(6.77)	(37.90)	15.45	2.33
其他	30.93	59.36	90.89	112.95
筹资活动现金流	(52.65)	(515.99)	(406.29)	3.10
短期借款	(1,230.8)	(264.02)	(418.80)	-
长期借款	1,459.56	-	-	-
普通股增加	-	-	-	-
资本公积增加	34.21	-	-	-
其他	(315.56)	(251.97)	12.51	3.10
现金净增加额	(1,696.6)	862.15	1,209.87	1,718.57

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,864.21	2,609.89	3,001.38	3,751.72
营业成本	1,391.66	1,722.53	1,808.02	2,427.07
营业税金及附加	-	-	-	-
营业费用	-	-	-	-
管理费用	68.26	81.07	90.98	122.55
财务费用	14.08	26.24	20.44	16.23
资产减值损失	(0.33)	-	-	-
公允价值变动收益	8.12	-	-	-
投资净收益	26.11	80.00	100.00	100.00
营业利润	424.77	860.05	1,181.94	1,285.87
营业外收入	37.22	66.15	75.30	59.56
营业外支出	0.29	0.68	0.72	0.56
利润总额	461.70	925.52	1,256.52	1,344.87
所得税	108.28	92.55	125.65	134.49
净利润	353.43	832.97	1,130.87	1,210.38
少数股东损益	10.31	30.76	29.86	23.64
归属母公司净利润	343.12	802.21	1,101.01	1,186.74
EBITDA	862.89	1,393.85	1,709.98	1,809.74
EPS（元）	0.10	0.23	0.32	0.35

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-41.9%	40.0%	15.0%	25.0%
营业利润	-67.6%	102.5%	37.4%	8.8%
归属母公司净利润	-72.2%	133.8%	37.2%	7.8%
获利能力				
毛利率	25.3%	34.0%	39.8%	35.3%
净利率	18.4%	30.7%	36.7%	31.6%
ROE	3.6%	7.9%	9.8%	9.5%
ROIC	3.2%	8.0%	11.4%	13.1%
偿债能力				
资产负债率	34.4%	31.2%	27.2%	25.3%
净负债比率	90.84%	88.53%	88.32%	88.60%
流动比率	2.36	4.04	8.01	10.07
速动比率	2.31	3.98	7.92	9.98
营运能力				
总资产周转率	0.13	0.18	0.19	0.23
应收账款周转率	26	30	35	46
应付账款周转率	11.16	13.56	12.86	18.56
每股指标(元)				
每股收益	0.10	0.23	0.32	0.35
每股经营现金	0.20	0.37	0.45	0.47
每股净资产	2.75	2.97	3.29	3.63
估值比率				
P/E	43.83	18.75	13.66	12.67
P/B	1.59	1.48	1.33	1.21
EV/EBITDA	19	12	9	9

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801