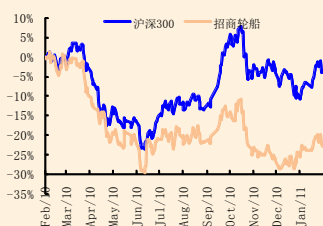


湘财证券研究所
交通运输小组
刘正 分析师
执业编号: S0500511010001
Tel: 021-68634518-8056
E-mail: LZ2941@xcsc.com
金嘉欣 分析师
执业编号: S0500511010002
Tel: 021-68634518-8056
E-mail: JJX3195@xcsc.com
公司数据

当前价格	4.42
目标价格	6.26
52周波动区间	5.93
	3.97
流通A股 (亿股)	34.33
总市值 (亿元)	151.76
日均成交量 (百万股)	27.01

市场表现

投资要点:
一、2011 年公司油运业务超预期的可能性大

近期因为中东局势动荡和非洲主要石油产出国之一的利比亚发生骚乱, 原油价格和油运市场出现明显波动。纽约原油期货价格最高突破 100 美元/桶, TD3 航线 WS 指数也从最低 45 点上冲至 83 点, TCE 突破 5 万美元/天。公司向来的对市场的把握能力较高, 在此次高点公司也抓住了一些机会。预计国际油价的上升和美国经济复苏的超预期对于油运需求增长是正向的, 且能够增加储油的需求增长, 对于消化过多的 VLCC 供给较为有利。招商轮船油运业务将受益于今年国际油运市场的波动, 平均 TCE 较 2010 年有所上升的可能性大。

二、好望角型散货船将完成交付, 投资回报期望下降

公司 2011 年将有 5 艘好望角型散货船下水运营 (一月已经交付 1 艘), 相当于公司以载重吨计的运力增长 127%。但是公司面临两个问题, 一个是太灵便型和巴拿马型为 90 年代建造, 平均船龄已高, 面临后续发展潜力不足问题, 二是新船建造成本高, 当前现代型好望角型 1 年期期租价格跌至 1.9 万美元左右, 对于公司好望角型的盈利前景造成一定压力。

三、受压干散货运输业务, 调降盈利预测

尽管我们预测公司 2011 年业绩总体上还将保持上升趋势, 但行业面临的供给问题将压制公司干散货运输业务板块的盈利空间, 我们将公司 2011 年和 2012 年的每股收益预测调整至 0.21 元和 0.29 元。

四、投资建议: 下调至 “增持”, 等待催化剂

我们将公司的投资评级下调至 “增持” 评级, 以反映盈利前景和公司沉闷的发展现状。但我们注意到公司近期在核心决策层方面的更替, 不排除公司未来在船队发展和业务上会有所变化, 加上油运市场的波动, 都可能成为公司股价的催化剂。投资风险方面, 提示关注行业面临的长期低迷风险。

主要财务指标和估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	3,211	1,864	2,643	3,518	4,064
YOY%	32.63%	-41.95%	41.79%	33.12%	15.52%
净利润 (百万元)	1,233	343	627	725	980
YOY%	44.00%	-72.18%	82.85%	15.62%	35.16%
EPS (元)	0.36	0.10	0.18	0.21	0.29
P/E (X)	12	44	24	21	15
P/B (X)	1.60	1.61	1.52	1.42	1.30

表 1 招商轮船财务报表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3595	3233	3648	4838	营业收入	1864	2643	3518	4064
现金	3229	2763	3128	4318	营业成本	1392	1891	2571	2828
应收账款	83	150	200	200	营业税金及附加	0	0	0	0
其他应收款	163	200	200	200	营业费用	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	管理费用	68	65	75	80
存货	69	100	100	100	财务费用	14	61	110	104
其他流动资产	51	20	20	20	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	11066	11758	12016	12628	公允价值变动收益	8	-6	4	5
长期投资	425	490	510	520	投资净收益	26	60	60	60
固定资产	7105	9457	10540	11556	营业利润	425	680	827	1118
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	37	35	0	0
其他非流动资产	3537	1811	965	553	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	14661	14991	15664	17467	利润总额	462	715	827	1118
流动负债	1525	1284	1010	1301	所得税	108	72	83	112
短期借款	683	500	200	500	净利润	353	644	744	1006
应付账款	106	150	150	150	少数股东损益	10	16	19	26
其他流动负债	737	634	660	651	归属母公司净利润	343	627	725	980
非流动负债	3518	3518	3718	4218	EBITDA	863	1353	1719	2139
长期借款	3518	3518	3718	4218	EPS (元)	0.10	0.18	0.21	0.29
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	5043	4801	4727	5519					
少数股东权益	161	178	197	222					
股本	3433	3433	3433	3433					
资本公积	4390	4390	4390	4390					
留存收益	2577	3135	3860	4840					
归属母公司股东权益	9457	10012	10740	11725					
负债和股东权益	14661	14991	15664	17467					
现金流量表					主要财务比率				
单位: 百万元					会计年度				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流	681	994	1538	1970	成长能力				
净利润	353	644	744	1006	营业收入	-41.9%	41.8%	33.1%	15.5%
折旧摊销	424	612	782	917	营业利润	-67.6%	60.1%	21.6%	35.2%
财务费用	14	61	110	104	归属于母公司净利润	-72.2%	82.8%	15.6%	35.2%
投资损失	-26	-60	-60	-60	获利能力				
营运资金变动	-9	-126	-42	-3	毛利率(%)	25.3%	28.5%	26.9%	30.4%
其他经营现金流	-75	-136	3	5	净利率(%)	18.4%	23.7%	20.6%	24.1%
投资活动现金流	-2325	-1088	-980	-1470	ROE(%)	3.6%	6.3%	6.8%	8.4%
资本支出	2362	1200	1000	1500	ROIC(%)	3.2%	5.9%	7.3%	9.1%
长期投资	-7	-28	40	30	偿债能力				
其他投资现金流	31	84	60	60	资产负债率(%)	34.4%	32.0%	30.2%	31.6%
筹资活动现金流	-53	-373	-192	690	净负债比率(%)	90.84%	90.47%	90.15%	91.61%
短期借款	-1231	-183	-300	300	流动比率	2.36	2.52	3.61	3.72
长期借款	1460	0	200	500	速动比率	2.31	2.44	3.51	3.64
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	34	0	0	0	总资产周转率	0.13	0.18	0.23	0.25
其他筹资现金流	-316	-190	-92	-110	应收账款周转率	26	23	20	20
现金净增加额	-1697	-467	366	1190	应付账款周转率	11.16	14.80	17.14	18.85
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.10	0.18	0.21	0.29
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	0.29	0.45	0.57
					每股净资产(最新摊薄)	2.75	2.92	3.13	3.42
					估值比率				
					P/E	44.33	24.25	20.98	15.52
					P/B	1.61	1.52	1.42	1.30
					EV/EBITDA	19	12	9	8

资料来源: 公司数据, 湘财证券研究所

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

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。