

中性 调低

招商轮船 (601872)

2011 年 7 月 28 日

干散货和油运市场疲软继续制约公司业绩

交通运输行业高级分析师：钮宇鸣
SAC 执业证书编号：S0850203100053

ymniu@htsec.com

021-23219420

联系人

虞楠

yun@htsec.com

021-23219382

公司发布 2011 年半年报。上半年实现营业收入 13.5 亿元，同比减少 1.35%，归属于母公司所有者的净利润 1.99 亿元，每股收益 0.06 元，同比减少 53.8%。

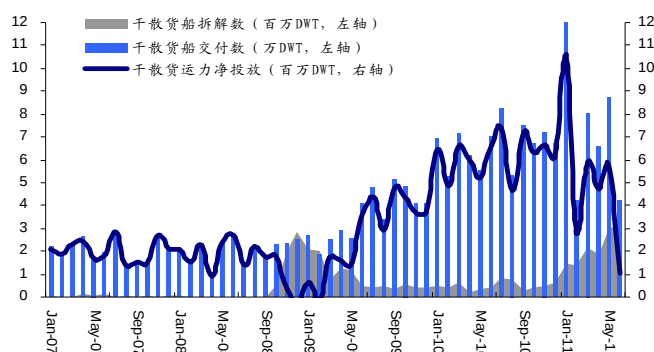
1. 干散货和油运市场运力过剩状况短期无法改变

尽管今年上半年干散货船新签订单大幅下滑近 7 成，但散货船交付仍处在高峰。1-6 月交付 513 艘/4380 万 DWT，同比增长 14.9%。尽管拆解加速，但干散货航运市场供需失衡状况依旧十分明显。我们预计 2011 年全年供过于求幅度仍将接近 10%。

从油运市场来看，供需矛盾尽管不如散货市场严重，但运力净投放未见明显放缓的趋势（参见图 2）。上半年运力净投放约 1700DWT，和去年同期基本持平。而 VLCC 船投放明显加快，局部运力过剩明显。

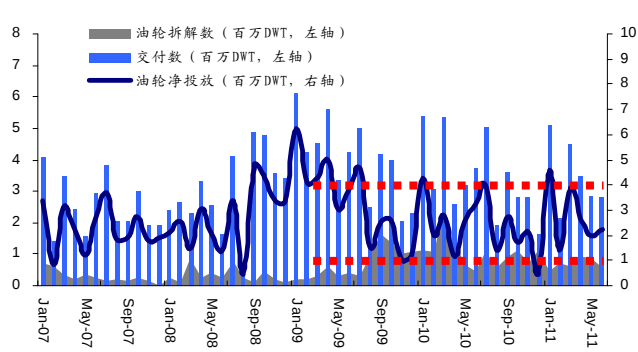
从公司层面看，2011 年预计新增好望角型散货船 3 艘/54 万 DWT，和 VLCC 油轮 2 艘/60 万 DWT。运力增速分别达到 2010 年运力的 50.9% 和 14.6%。

图 1 国际干散货运力投放依旧高企



资料来源：Clarkson，海通证券研究所

图 2 油轮运力投放未见明显放缓



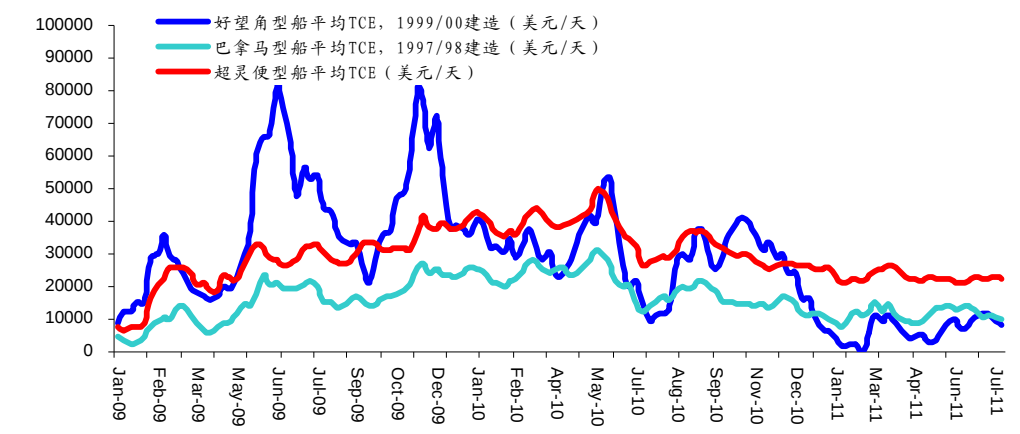
资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 租金下滑幅度大

干散货船 6 月底 TCE 接近 11200 美元/天，较年初下跌 13.6%，目前日租金更是逼近 10000 美元大关。油运方面，VLCC 中东/日本航线运费指数 TD3 平均 WS55.7，比去年同期的 WS88.6 下降 37%。阿芙拉型船中东/新加坡航线 TD8 运费指数平均 WS111.3，比去年 WS126.6 下降 12%。尽管公司同国内大型钢铁和炼油企业签订长期运输协议，但市场运价的不乐观将制约公司运价的上调空间。

分船型看，好望角型和巴拿马型平均 TCE 已经双双跌破 10000 美元/天水平，而灵便船则相对坚挺（参见图 3）。我们认为，占比公司散货船载重吨 52% 的大灵便型船租金和运价水平跌幅相对较小是支撑公司仍然实现盈利的原因之一。

图 3 灵便型船 TCE 降幅明显小于其他两种船型



资料来源：公司公告，海通证券研究所

3. 公司下半年成本压力依旧明显

我们判断 2011 年公司成本压力增长明显，其原因在于：

- 1) 公司今年预计交付的好望角型散货船和 VLCC 油轮均为大船，对船队运力明显提升的同时，相关资本开支也将维持在较高水平。
- 2) 公司散货船船龄普遍较高，维修成本高。这其中 2 艘巴拿马型散货船平均船龄超过 18 年，12 艘大灵便型船的船龄也普遍超过 15 年。这些大龄船的累计运力达到 70 万 DWT，占现有散货船合计运力的 30.4%。
- 3) 油价成本预计仍将在高位运行。今年上半年，国际油价虽经历了急涨到急跌的过山车表演。但平均水平仍大幅高于去年同期。今年前 6 个月，布伦特原油日均价格约 111 美元/桶，同比大涨 42.8%。美国经济复苏放缓抑制原油需求增长，欧洲债务危机或有向纵深蔓延的势头，这些都将对下半年国际油运市场需求和运价均构成不利影响。

4. 估值和投资建议

我们预计公司 2011-12 年的 EPS 分别为 0.14 元和 0.19 元，公司目前股价对应今年 PE 为 26.1 倍，估值不具备吸引力，调低评级至“中性”。考虑到行业平均估值以及公司明年的业绩水平，给予 20 倍 PE，对应目标价 3.8 元。

5. 风险提示。 市场需求增速低于预期，公司新船交付低于预期，油价高企。

信息披露

分析师声明

钮宇鸣：交通运输行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：上港集团、中海发展、中国远洋、外运发展、盐田港、天津港、中远航运、南京港、长航油运、营口港、日照港、招商轮船等。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。