

招商轮船 (601872)

中性/维持评级

股价: RMB3.64

分析师

范倩蕾

SAC 执业证书编号: S1000510120025

(0755)8236 4417

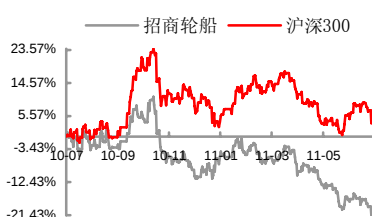
fanql@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	3,433
流通 A 股 (百万股)	3,433
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	12,498

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

二季度业绩表现平稳

——招商轮船 2011 年中报点评

- 招商轮船公布 2011 年中报, 收入 13.5 亿, 同比略降 1.4%; 上半年实现扣除经常性损益的 EPS 0.06 元, 同比降 50%, 因燃油价格大幅上升带来的经营成本大幅上升。其中二季度实现收入 6.9 亿, 环比升 5.6%。单季 EPS 0.03 元, 环比持平。
- 公司二季度业绩环比持平, 表现略好于我们此前的预期。二季度原油及干散货即期市场运价环比下降, 而燃油价格环比上升。公司表示, 业绩环比未下滑, 主要归功于 1) 原油运输即期市场运价较好的把握能力, 若干航次通过三角航线的运作实现了超越市场平均水平的运价; 2) 1 月及 4 月交付的干散货船因长期合约的保护实现了 35,000 美金/天以上的运价, 大幅高于当期的市场均价, 对盈利贡献起了积极的作用。
- 我们认为公司在油运市场上超越同行的管理能力, 及其相对保守的经营策略 (期租长约锁定) 将帮助公司继续维持近期业绩的相对稳定。这将使公司在航运市场低迷的时期避免亏损。
- 我们维持在年度策略及前期月报中对油轮及干散货市场运价的谨慎态度。我们认为航运市场的运价在 2011-12 年很难有可持续的出众表现, 因行业供给的持续过剩。近期, 从我们跟踪的数据来看, 尽管油轮全船型的交付比例较年初有所下降, 但 VLCC 船型的交付比例仍居高不下, 行业供给压力的缓解仍有待船东进一步闲置船舶。
- 我们暂时维持公司全年的业绩预测 0.13 元。我们维持公司的“中性”评级, 认为航运业投资机会的来临仍需等待。
- 投资风险: 公司的投资风险来自 1) 干散货及油轮市场运价的下滑; 2) 燃油价格的进一步上升; 3) 公司长期期租合同被违约的风险。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2596.7	2851.8	3127.0	3480.9
(+/-%)	39.3	9.8	9.6	11.3
归属母公司净利润(百万元)	615.8	447.0	503.1	660.7
(+/-%)	79.5	-27.4	12.5	31.3
EPS(元)	0.18	0.13	0.15	0.19
P/E(倍)	20.3	34.3	30.4	23.2

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

表格 1：招商轮船 2011 年上半年利润表（百万元）

	H111	H110	YoY
营业收入	1,349.8	1,368.4	-1.4%
营业成本	(1,127.7)	(921.0)	22.4%
管理费用	(33.8)	(32.0)	5.4%
财务费用	(23.5)	(20.3)	16.0%
资产减值损失	-	0.2	
公允价值变动收益	2.6	(6.3)	
投资净收益	38.4	34.3	12.1%
营业利润	205.9	423.3	-51.3%
营业外收入	-	34.7	
营业外支出	-	(2.2)	
利润总额	205.9	455.8	-54.8%
所得税	(4.7)	(4.1)	13.9%
净利润	201.3	451.7	-55.4%
少数股东损益	(2.2)	(9.9)	-77.8%
归属母公司净利润	199.1	441.8	-54.9%
EPS（元）	0.06	0.13	-54.9%

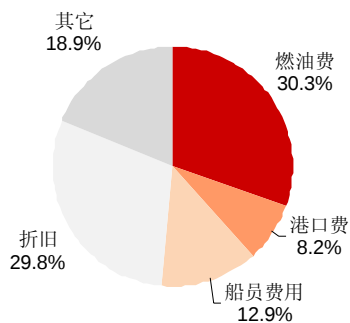
数据来源：公司信息，华泰联合证券研究

表格 2：招商轮船 2011 年二季度利润表（百万元）

	Q111	Q211	QoQ
营业收入	656.6	693.2	5.6%
营业成本	(546.1)	(581.6)	6.5%
管理费用	(17.2)	(16.6)	-3.4%
财务费用	(11.7)	(11.8)	1.3%
资产减值损失	-	-	
公允价值变动收益	6.9	(4.3)	
投资净收益	18.0	20.5	14.0%
营业利润	106.6	99.4	-6.8%
营业外收入	-	-	
营业外支出	-	-	
利润总额	106.6	99.4	-6.8%
所得税	(2.2)	(2.5)	
净利润	104.4	96.9	-7.2%
少数股东损益	(1.3)	(0.8)	
归属母公司净利润	103.0	96.1	-6.8%
EPS（元）	0.03	0.03	-6.8%

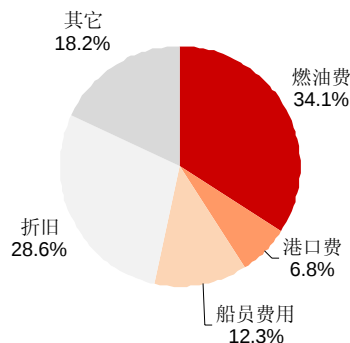
数据来源：公司信息，华泰联合证券研究

图1: 招商轮船 2010 年上半年营业成本构成



资料来源: 公司信息, 华泰联合证券研究所

图2: 招商轮船 2011 年上半年营业成本构成



资料来源: 公司信息, 华泰联合证券研究所

表格 3: 2011 年二季度航运子市场运价及燃油成本

	Q211	Q111	QoQ
TD3 航线 TCE (美元/天)	7,328	19,678	-62.8%
Handymax 船 TCE (美元/天)	20,529	21,298	-3.6%
Capesize 船 TCE (美元/天)	8,709	8,391	3.8%
SI380 油价 (美金/mt)	661	600	10.1%

数据来源: Clarkson, Bloomberg

风险提示

公司的投资风险来自 1) 干散货及油轮市场运价的下滑; 2) 燃油价格的进一步上升; 3) 公司长期期租合同被违约的风险。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3457	2992	3939	5319	营业收入	2597	2852	3127	3481
现金	3059	2562	3465	4799	营业成本	1928	2320	2543	2741
应收账款	128	143	156	174	营业税金及附加	0	0	0	0
其他应收款	129	128	141	157	营业费用	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	管理费用	61	66	69	77
存货	118	139	153	164	财务费用	48	75	94	72
其他流动资产	15	20	25	25	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	12777	14167	13766	13094	公允价值变动收	-3	0	0	0
长期投资	554	600	650	655	投资净收益	63	90	120	120
固定资产	10000	13401	13050	12370	营业利润	621	481	541	711
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	0	166	66	69	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	16233	17160	17706	18413	利润总额	686	481	541	711
流动负债	2791	2773	2548	2570	所得税	53	19	20	27
短期借款	1722	1700	1700	1700	净利润	633	463	521	684
应付账款	166	197	216	233	少数股东损益	17	16	18	23
其他流动负债	0	875	632	637	归属母公司净利	616	447	503	661
非流动负债	3598	4105	4355	4355	EBITDA	668	1140	1309	1465
长期借款	3560	4060	4310	4310	EPS (元)	0.18	0.13	0.15	0.19
其他非流动负	0	45	45	45	主要财务比率				
负债合计	6389	6877	6902	6925	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	85	101	119	143	成长能力				
股本	3433	3433	3433	3433	营业收入	39.3%	9.8%	9.6%	11.3%
资本公积	4377	4377	4377	4377	营业利润	46.2%	-22.5%	12.3%	31.6%
留存收益	3124	3571	4074	4735	归属母公司净利	79.5%	-27.4%	12.5%	31.3%
归属母公司股	9759	10181	10684	11345	获利能力				
负债和股东权	16233	17160	17706	18413	毛利率(%)	0.0%	18.7%	18.7%	21.3%
现金流量表					净利率(%)	23.7%	15.7%	16.1%	19.0%
单位: 百万元					ROE(%)	6.3%	4.4%	4.7%	5.8%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	4.1%	3.6%	4.1%	5.1%
经营活动现金	974	1019	1153	1294	偿债能力				
净利润	633	463	521	684	资产负债率(%)	39.4%	40.1%	39.0%	37.6%
折旧摊销	0	584	674	681	净负债比率(%)	126.35	94.65	94.31	94.00
财务费用	85	75	94	72	流动比率	1.24	1.08	1.55	2.07
投资损失	-63	-90	-120	-120	速动比率	1.20	1.03	1.49	2.01
营运资金变动	0	6	-16	-24	营运能力				
其他经营现金	952	-18	0	0	总资产周转率	0.17	0.17	0.18	0.19
投资活动现金	-2531	-1897	-158	112	应收账款周转率	25	21	21	21
资本支出	2551	1925	220	0	应付账款周转率	14.20	12.78	12.30	12.20
长期投资	0	49	53	8	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	78	115	120	每股收益(最新	0.18	0.13	0.15	0.19
筹资活动现金	1413	381	-92	-71	每股经营现金流	0.28	0.30	0.34	0.38
短期借款	1039	-22	0	0	每股净资产(最	2.87	2.97	3.11	3.30
长期借款	42	500	250	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	20.29	34.26	30.44	23.18
资本公积增加	-13	0	0	0	P/B	1.27	1.50	1.43	1.35
其他筹资现金	345	-97	-342	-71	EV/EBITDA	27	16	14	12
现金净增加额	0	-497	902	1334					

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300（以下简称基准）

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。