

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120001

联系人： 韩轶超 (8621) 68751781 hanyu@cjsc.com.cn

增发购建 VLCC，致力打造长期竞争优势

事件描述

招商轮船公布非公开发行预案：

- 招商轮船公布非公开发行预案，拟向中石化、中国人寿和中化股份以 3.37 元的价格增发 8.58 亿股，募集资金约为 28.93 亿，用于购建 10 艘 VLCC 油轮。
- 目前，全球范围来看 VLCC 运力较实际需求确有过剩，但中国是最大的原油需求增量源头国，国油国运的政策就好比一堵无形的大坝，为国内船东挡住了全球 VLCC 运力泛滥的洪水。假设我国原油进口的年海运量为 2.4 亿吨，则约需要 144 艘载货量 28 万吨的 VLCC 型油轮（以一年 6 个航次估算），考虑 85% 的国有国运比例也需要 122 艘 VLCC，国内船东现有运力加在手订单合计为 91 艘 VLCC，需求仍有安全边际。
- 中石化和中化集团都是我国最大的石油化工企业之一，本次发行前，两家公司分别为招商轮船的第二大及第四大股东，本次发行后，两家公司对公司的合计持股比例由 11.61% 上升至 24.29%，将增强招商轮船的大客户粘稠度，将船东与货主之间的风险进一步绑定，有利于公司获得更为稳固的经营业绩。
- 最近 3 年 VLCC 新船造价处于下降通道，公司选择在目前的时点进行运力扩充，可以保证这批运力 2-3 年后交付时，在同等级 VLCC 中具有更强的竞争力。目前的 VLCC 新船造价较 2008 年 9 月的高点要低 37%，我们测算这批 VLCC 投运后 TCE 保本点约为 2.77 万美元/天，较近 5 年内交付的 VLCC 都要更低、更具竞争力。
- 增发前，我们对 2011-2013 年的业绩预测为 0.14 元、0.17 元和 0.19 元，假设此次增发在 2012 年年初完成，则我们对 2011-2013 年的业绩预测为 0.14 元、0.14 元和 0.18 元，即 2012 年因股本增加而对业绩形成净摊薄，2013 年因 6 艘 VLCC 交付按 50% 运营天数计算，也对业绩有所摊薄，2014 年开始将对业绩产生正贡献。我们认为此次非公开发行将增强招商轮船的长期竞争优势，不过鉴于短期内油轮和散货市场仍处于去产能化的阶段，而增发对未来 2 年的业绩也有摊薄，维持对公司的“中性”评级。

事件评论

招商轮船公布非公开发行预案,拟向中石化、中国人寿和中化股份以 3.37 元的价格增发 8.58 亿股,募集资金约为 28.93 亿,锁定期为 36 个月。其中中石化和中化股份增发前为公司股东,中国人寿为此次引入的战略投资者。本次募集资金将用于购建 10 艘 VLCC 油轮(合计需要 55.58 亿,其余资金通过银行贷款获得),其中 6 艘 VLCC 油轮计划于 2013 年交付,4 艘 VLCC 油轮计划于 2014 年交付。

我们对此次非公开发行预案的点评如下:

第一,需求仍有安全边际

目前,全球范围来看 VLCC 运力较实际需求确有过剩,但中国是最大的原油需求增量源头国,国油国运的政策就好比一堵无形的大坝,为国内船东挡住了全球 VLCC 运力泛滥的洪水。

根据交通部统计,中国 90%以上的进口石油需要从海上航运;根据中国石化集团的数据,2010 年仅有约 38%的海上进口原油由中国油轮船队承运,距离“十二五”政策目标规划的 85%由国轮承运差距仍然相当大。

根据中国石油集团经济技术研究院预测,2011-2015 年我国石油需求年均增长 4.9%,2015 年需求总量将达到 5.3 亿吨左右。假设我国原油进口的年海运量为 2.4 亿吨,则约需要 144 艘载货量 28 万吨的 VLCC 型油轮(以一年 6 个航次估算),考虑 85%的国有国运比例也需要 122 艘 VLCC。

根据我们统计的数据,截至目前,国内船东拥有并运营的 VLCC 运力(包括长期期租)为 63 艘/1874 万载重吨,如果考虑在手订单(包括此次公布的 10 艘订单)全部交付完毕,则交付后的运力为 91 艘/2720 万载重吨。距离 122 艘仍有一定距离,因此招商轮船未来还将根据市场情况择机租入部分油轮,将公司 VLCC 船队规模扩充至 30 艘。

表 1: 中国国内 VLCC 运力与订单情况

船东	现有运力		在手订单		交付后运力	
	艘	万载重吨	艘	万载重吨	艘	万载重吨
大连远洋	21	627	1	30	22	657
招商轮船	13	382	10	280	23	662
长航油运	12	360	7	218	19	578
中海发展	12	360	2	62	14	422
河北远洋	5	146	0	0	5	146
大新华物流	0	0	6	192	6	192
中国石油	0	0	2	64	2	64
合计	63	1,874	28	846	91	2,720

资料来源:Clarksons, 公司网站, 长江证券研究部

据 Clarkson 统计,截至 2011 年上半年的油轮订单仅为 28 艘(主要为工作船而非原油轮),这与 2008 年 425 艘、2009 年 131 艘、2010 年 233 艘相比大幅减少。截至 2011 年 7 月底,招商轮船油轮船队规模为 472 万载重吨,其中 VLCC 型 13 艘, Suezmax 型 1 艘, Aframax 型 7 艘。本次预案公告之前没有在手油轮订单。

第二,本次发行增强公司的客户粘稠度

中石化和中化集团都是我国最大的石油化工企业之一,本次发行前,两家公司分别为招商轮船的第二大及第四大股东,同时也是公司的主要客户,其中公司与中石化已经签署了长期原油运输合作协议(COA)。

本次发行后,两家公司对公司的合计持股比例由 11.61%上升至 24.29%,将增强招商轮船的大客户粘稠度,将船东与货主之间的风险进一步绑定,有利于公司获得更为稳固的经营业绩。

表 2: 本次发行前后预计股本变化情况

股东	现有股份		发行后预计股份变化情况	
	万股	占比	万股	占比
招商局轮船	1,756,801,781	51.17%	1,756,801,781	40.93%
中国石化及关联方	367,505,389	10.70%	858,349,420	20.00%
中国人寿	0	0.00%	214,330,000	4.99%
中化股份	31,150,756	0.91%	184,326,145	4.29%
其他股东	1,277,939,753	37.22%	1,277,939,753	29.78%
合计	3,433,397,679	100.00%	4,291,747,099	100.00%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

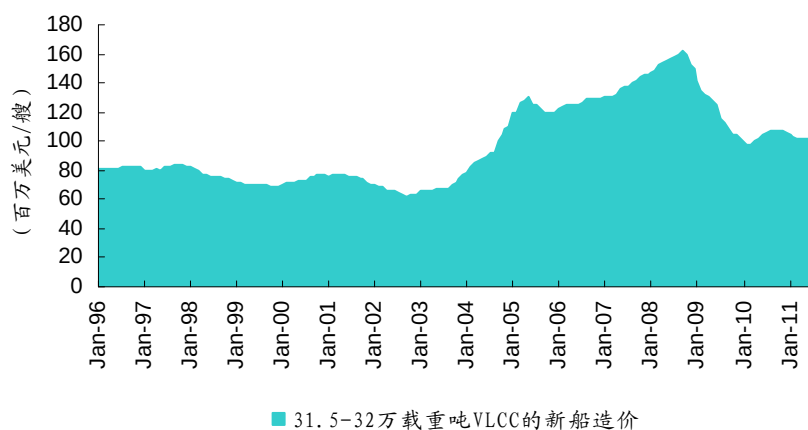
第三，新建 VLCC 竞争力强于 5 年内新船

最近 3 年 VLCC 新船造价处于下降通道，公司选择在目前的时点进行运力扩充，可以保证这批运力 2-3 年后交付时，在同等级 VLCC 中具有更强的竞争力。

根据 Clarksons 的数据，目前 31.5-32 万载重吨 VLCC 的新船造价在 1.02 亿美元，这一价格较 2008 年 9 月的高点 1.62 亿要低 37%。

根据公司在非公开发行预案中假定的 9000 万美元/艘的造价，以及 300 天/年的运营天数（考虑船坞中检修），目前建造的 VLCC 新船，投运后 TCE 保本点约为 2.77 万美元/天，较近 5 年内交付的 VLCC 都要更低、更具竞争力。

图 1: VLCC 新船造价



资料来源：Clarksons，长江证券研究部

表 3: VLCC 新船保本点计算

保本 TCE (万美元/天)		VLCC 新船造价 (万美元/艘)				
		8,000	9,000	10,000	11,000	12,000
年运营 天数	180	4.30	4.62	4.94	5.27	5.59
	210	3.69	3.96	4.24	4.51	4.79
	240	3.23	3.47	3.71	3.95	4.19
	270	2.87	3.08	3.30	3.51	3.73
	300	2.58	2.77	2.97	3.16	3.35
	330	2.35	2.52	2.70	2.87	3.05
	360	2.15	2.31	2.47	2.63	2.79

资料来源: 长江证券研究部

第四, 业绩增厚需待 2014

增发前, 我们对 2011-2013 年的业绩预测为 0.14 元、0.17 元和 0.19 元, 假设此次增发在 2012 年年初完成, 则我们对 2011-2013 年的业绩预测为 0.14 元、0.14 元和 0.18 元, 即 2012 年因股本增加而对业绩形成净摊薄, 2013 年因 6 艘 VLCC 交付按 50%运营天数计算, 也对业绩有所摊薄, 2014 年开始将对业绩产生正贡献。不过, 该预测是建立在目前对运价和油价的预判之上, 若期间市场和运营环境发生较大变化, 业绩预测也将相应调整。

我们认为此次非公开发行将增强招商轮船的长期竞争优势, 不过鉴于短期内油轮和散货市场仍处于去产能化的阶段, 而增发对未来 2 年的业绩也有摊薄, 维持对公司的“中性”评级。

附录: 本次增发效益预测基本假设与财务评价

(1) 假设募集资金于 2012 年初到位, 公司于 2012 年初订购 10 艘 VLCC 油轮, 其中 6 艘 VLCC 油轮计划于 2013 年交付, 4 艘 VLCC 油轮计划于 2014 年交付, 交付当年的营运天数按 50%、即 180 天计算;

(2) 上述船舶购置中, 募集资金投入约占船舶购置成本的比例为 50%, 银行借款的比例约为 50%, 借款期内平均利率按 4%计算;

(3) VLCC 平均造价假定为 9,000 万美元/艘;

(4) 根据 Clarkson 统计的 2001 年至 2011 年 8 月期间现代型 VLCC 的平均日租金 (TCE, 不含燃油、港口使用费等航次费用) 水平为 5.12 万美元/天 (以下简称“平均 TCE”), 结合近期市场运价及油轮行业的强周期、季节性等特性, 考虑未来市场运力供求关系逐步回归均衡, 假定 2012 年 VLCC 油轮 TCE 收入为平均 10 年平均 TCE 的 60%, 即 3.07 万美元/天; 2013 年为平均 TCE 的 70%, 即 3.59 万美元/天; 2014 年为平均 TCE 的 80%, 即 4.10 万美元/天, 以后年度按 4.10 万美元/天计算;

(5) 项目贴现率为 9%;

(6) 考虑到人民币相对美元升值的背景, 假定 2012 年、2013 年和 2014 年及以后, 美元兑换人民币的平均汇率分别为 6.4 元人民币/美元、6.2 元人民币/美元和 6.0 元人民币/美元;

(7) 船舶残值按原始购入价格的 5%计算, 采用 25 年直线折旧。

表 4: 本次募投项目财务评价

项目	数值
税后 IRR	13.23%
税前 IRR	14.01%
静态投资回收期（税后）	11.29
动态投资回收期（税后）	16.00
静态投资回收期（税前）	10.72
动态投资回收期（税前）	15.03

资料来源：公司公告，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2597	2809	3110	3603	货币资金	3059	2809	4704	5653
营业成本	1928	2265	2413	2749	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	669	545	697	854	应收账款	257	278	308	357
% 营业收入	25.8%	19.4%	22.4%	23.7%	存货	118	137	145	166
营业税金及附加	0	0	0	0	预付账款	0	0	0	0
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	23	29	32	37
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	3457	3253	5198	6220
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	60	60	60	60
管理费用	61	76	84	97	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.4%	2.7%	2.7%	2.7%	长期股权投资	554	629	696	771
财务费用	48	46	33	4	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.8%	1.6%	1.1%	0.1%	固定资产合计	12163	13515	13084	12666
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	0	0	0	0
公允价值变动收益	-3	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	63	75	75	75	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	621	498	655	827	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	23.9%	17.7%	21.0%	23.0%	资产总计	16233	17456	19037	19716
营业外收支	65	20	20	20	短期贷款	2501	1835	0	0
利润总额	686	518	675	847	应付款项	166	192	205	233
% 营业收入	26.4%	18.4%	21.7%	23.5%	预收账款	34	37	40	47
所得税费用	53	41	54	68	应付职工薪酬	26	32	34	38
净利润	633	476	621	779	应交税费	9	7	9	12
归属于母公司所有者					其他流动负债	55	66	70	80
的净利润	615.8	463.9	604.4	759.1	流动负债合计	2791	2168	358	410
少数股东损益	17	12	16	20	长期借款	3560	5060	5060	5060
EPS (元/股)	0.18	0.14	0.14	0.18	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	38	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	974	1033	1269	1440	负债合计	6389	7228	5418	5470
取得投资收益	16	0	0	0	归属于母公司	9759	10130	13505	14112
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	85	98	114	134
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	9844	10228	13619	14247
固定资产投资	-2487	-1978	-276	-336	负债及股东权益	16233	17456	19037	19716
其他	-44	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-2531	-1978	-276	-336		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.179	0.135	0.141	0.177
股权融资	0	0	2891	0	BVPS	2.84	2.95	3.93	4.11
银行贷款增加 (减少)	1654	834	-1835	0	PE	19.35	25.68	24.64	19.62
筹资成本	241	-139	-154	-156	PEG	2.68	3.56	3.41	2.72
其他	-483	0	0	0	PB	1.22	1.18	0.88	0.84
筹资活动现金流净额	1413	695	902	-156	EV/EBITDA	12.00	13.67	8.80	7.14
现金净流量	-144	-250	1895	948	ROE	6.3%	4.6%	4.5%	5.4%

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，西方经济学硕士；长江证券研究部行业首席分析师。2008 年 5 月加盟长江证券研究部，研究领域航运和港口行业。从事行业研究工作 6 年。

韩轶超，上海交通大学金融学学士，金融学硕士，交通运输行业助理研究员。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。