



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011年8月26日

航运

研究部

聂迪中

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010034

niedz@cicc.com.cn

杨鑫, CFA

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511080003

yangxin@cicc.com.cn

中性

招商轮船 (601872.SH)

增发合作意在扩张与合作

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1,864	2,597	2,936	3,268	3,603
(+/-%)	(41.9)	39.3	13.1	11.3	10.2
主营业务利润	473	669	704	858	943
(+/-%)	(72.3)	41.6	5.3	21.9	9.8
营业利润	425	621	589	736	827
(+/-%)	(67.6)	46.2	(5.1)	24.8	12.4
净利润	343	616	462	577	647
(+/-%)	(72.2)	79.5	(24.9)	24.8	12.2
每股收益(元)	0.10	0.18	0.13	0.17	0.19
(+/-%)	(72.2)	79.5	(24.9)	24.8	12.2
市盈率	34.7	19.3	25.8	20.7	18.4
BPS	2.8	2.8	2.9	3.1	3.3
市净率	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
净资产收益率(%)	3.6	6.3	4.6	5.4	5.8
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息收益率(%)	0.6	1.3	0.2	0.2	0.3

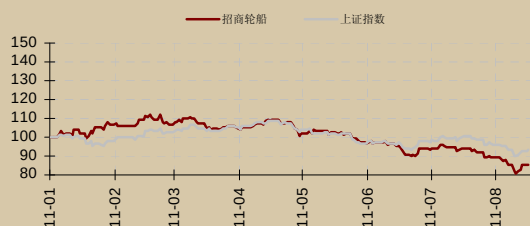
股票信息

A股	
当前股价	人民币3.47
股票代码	601872.CH
日成交量(百万股)	12.98
52周最高价/最低价	人民币5.2/3.21
总市值	11,914
总股数(百万股)	3,433
其中:流通股(百万股)	1,577
主要股东(持股比例)	局轮船股份有限公司(54.07%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[601872.CH]	+0.00	-4.41	-13.96	-14.60
[上证指数]	-2.31	-5.48	-8.15	-9.48
[中金A股航运指数]	-1.59	-14.72	-21.70	-23.94

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

*报告贡献人: 夏雨 (xiayu@cicc.com.cn)

公司近况:

招商轮船公告, 计划定向增发 8.58 亿股给中石化、中国人寿、中化, 筹集 34.3 亿元用于解决 10 艘 VLCC 油轮的部分建造资金。

评论:

增发打造全国最大 VLCC 船队, 但短期业绩有摊薄: 目前公司有 13 艘 VLCC, 按计划 2013 和 2014 年分别达到 19 和 23 艘。公司还将灵活安排更多的造船或租船计划, 2015 年前或将 VLCC 扩张至 30 艘。目前招商轮船的 VLCC 数量与中海、长航、中远基本相当, 而 2014 年则将显著多于其他几家。由于 2013 年前融资打造的 VLCC 没有下水, 因此 2011-2012 年的 EPS 必将有所摊薄, 摊薄比例约 25%。据公司披露测算, 保本期租水平约 2.5 万美元。若 2014 年 10 艘全部交付, 在 3.0 万美元/天和 5.0 万美元/天的情形下分别可以贡献 0.04 元和 0.14 元的摊薄每股收益。

我们对 2011-2012 年油轮市场保持谨慎, 但合作将使得 2013 年后的盈利稳定性增强: 我们测算 2011/2012 年油轮市场运力增速在 5%-6% 之间, 但是需求增速常年维持在 3% 附近, 因此运价至少在 2011-2012 年间仍处于弱势状态。不过招商轮船还将与中石化等主要原油进口商, 在运输上达成更为紧密的协议。例如目前中石化与全部 4 家中国油轮公司均签有 COA 合同, 但未来或选择招商轮船与另一家船公司签订更为紧密的承运协议, 使得船东货量更有保证, 运价机制更为稳健。我们相信本次建造的 VLCC 船在交付后, 有助于提高公司整体盈利的稳定性。

国油国运政策或改变全球 VLCC 供给格局: 根据现有造船计划, 2014 年四家央企的 VLCC 数量从目前的 49 艘扩张至 76 艘, 累计增长 55%。2010 年全国原油进口只有 35% 由国有船东承运, 若按中国原油进口年均 8% 增速测算, 2015 年国油国运比例也大约在 40% 左右, 与政策导向中提出的 80% 以上的比例还有较大差距。这意味着, 未来不排除还有更多的航运公司打造更多 VLCC。若建造计划过于激进, 可能改变全球 VLCC 市场的供求格局。

估值与建议:

公司部分 VLCC 的 COA 合同 (预计实现的 TCE 在 4 万美元/天以上) 将在下半年到期, 到期后将在现货市场 (TCE 或许在 2-3 万美元/天之间) 租出, 因此我们认为其下半年业绩将差于上半年。我们维持 2011/2012/2013 年 0.13/0.17/0.19 元的摊薄前每股收益预测不变, 但摊薄后 2012/2013 年每股收益将降低至 0.13/0.14 元。基于对今明两年散货和油轮市场的谨慎预期, 以及本次增发对短期业绩的摊薄效应, **维持中性评级。**

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 主要油轮公司的 VLCC 规模

	招商轮船	中海发展	长航油运	中远集团
现有VLCC数量	13	12	12	12
预计2014年底拥有VLCC数量	30	14	19	13

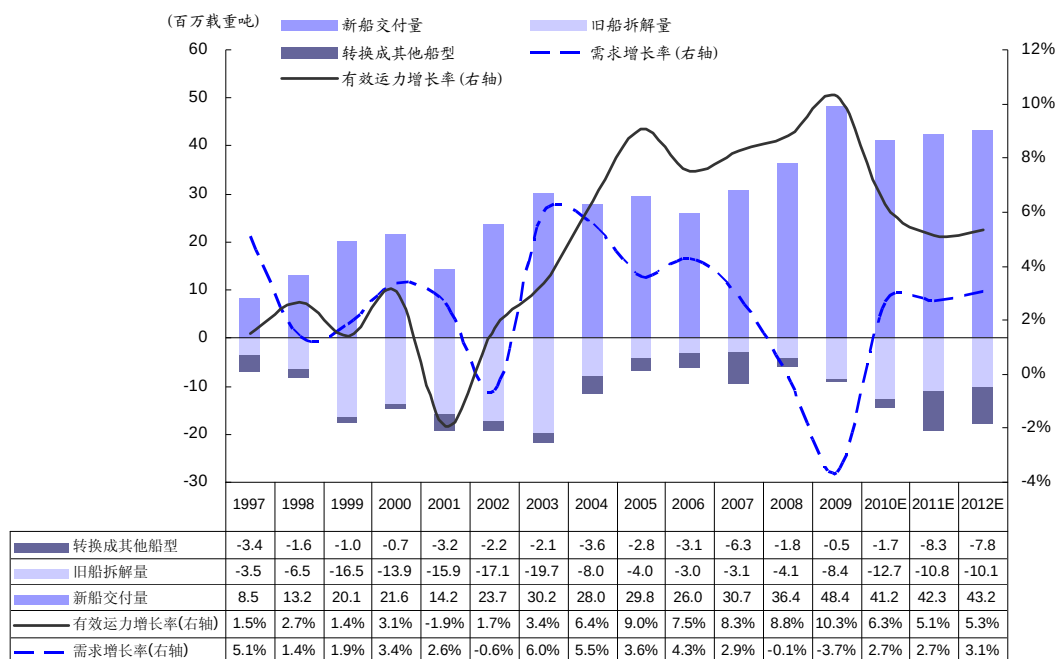
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 融资打造的 VLCC 盈利能力测算

		情景一	情景二	情景三	情景四	情景五
期租水平	美元/天	25,000	30,000	35,000	40,000	50,000
造船价格	百万美元	90	90	90	90	90
折旧	美元/天	9,370	9,370	9,370	9,370	9,370
贷款	百万美元	45	45	45	45	45
利息率	%	4%	4%	4%	4%	4%
财务成本	美元/天	4,932	4,932	4,932	4,932	4,932
运营成本	美元/天	9,000	9,000	9,000	9,000	9,000
利润贡献	美元/天	1,699	6,699	11,699	16,699	26,699
建造规模	艘	10	10	10	10	10
年度利润贡献	百万人民币	39	152	265	379	606
摊薄后每股收益元		0.01	0.04	0.06	0.09	0.14

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 油轮市场供求关系预测



资料来源：Clarkson，中金公司研究部

图表 4: 历史和预测的财务数据

	2008A	2009A	2010A	2011 E	2012 E	2013 E
财务数值 (百万)						
损益表						
营业收入	3,211	1,864	2,597	2,936	3,268	3,603
(+/-)	32.6%	-41.9%	39.3%	13.1%	11.3%	10.2%
油轮运输收入	1,882	1,340	1,875	2,100	2,223	2,354
(+/-)	29.1%	-28.8%	40.0%	12.0%	5.9%	5.9%
散货船运输收入	1,301	494	697	811	1,019	1,220
(+/-)	41.6%	-62.0%	41.0%	16.2%	25.7%	19.8%
营业毛利	1,706	473	669	704	858	943
(+/-)	60.2%	-72.3%	41.6%	5.3%	21.9%	9.8%
油轮运输收入	858	297	388	392	429	466
主营业务利润率	46%	22%	21%	19%	19%	20%
(+/-)	62%	-65%	31%	1%	9%	9%
散货船运输收入	847	174	279	287	403	449
主营业务利润率	65%	35%	40%	35%	40%	37%
(+/-)	60%	-79%	60%	3%	40%	11%
管理费用	-75	-68	-61	-63	-65	-67
财务费用	-39	-14	-48	-54	-61	-53
投资收益	-37	26	63	82	106	133
所得税	-153	-108	-53	-121	-149	-167
少数股东权益	-49	-10	-17	-15	-18	-20
净利润	1,233	343	616	462	577	647
(+/-)	45%	-72%	79%	-25%	25%	12%
每股盈利 (元)	0.36	0.10	0.18	0.13	0.17	0.19
(+/-)	45%	-72%	79%	-25%	25%	12%
现金流量表						
经营活动现金流	2,054	681	974	235	214	240
投资活动现金流	-1682	-2325	-2531	-618	406	-121
融资活动现金流	472	-53	1413	-985	-872	-695
资产负债表						
流动资产合计	5,256	3,595	3,457	2,151	1,942	1,411
货币资金	4,926	3,229	3,059	1,691	1,440	864
其他	330	365	398	460	503	547
固定资产合计	8,654	10,566	12,163	13,152	13,145	13,131
总资产	14,347	14,661	16,233	15,916	15,700	15,708
银行借款	4,189	4,581	6,061	5,282	4,493	3,879
长期负债	2,185	3,518	3,598	2,771	2,157	1,680
少数股东权益	151	161	85	100	118	138
股东权益合计	9,430	9,457	9,759	10,070	10,624	11,244
财务比率						
盈利性比率						
毛利率	53%	25%	26%	24%	26%	26%
EBITDA利润率	10%	7%	39%	12%	15%	16%
净利润率	38%	18%	24%	16%	18%	18%
资产周转比率						
总资产周转率	9%	2%	4%	3%	4%	4%
固定资产周转率	37%	18%	21%	22%	25%	27%
流动性比率						
现金比率	1.9	2.1	1.1	0.6	0.5	0.3
流动比率	2.0	2.4	1.2	0.7	0.7	0.5
杠杆比率						
净债务/股东权益	-8%	130%	230%	330%	430%	530%
息税前利润/净财务费用	34.8	31.2	14.0	11.8	13.1	16.6
杜邦分析						
净利润率	38%	18%	24%	16%	18%	18%
资产周转率	22%	13%	16%	18%	21%	23%
资产/股东权益	1.5	1.6	1.7	1.6	1.5	1.4
净资产回报率	13%	4%	6%	5%	5%	6%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

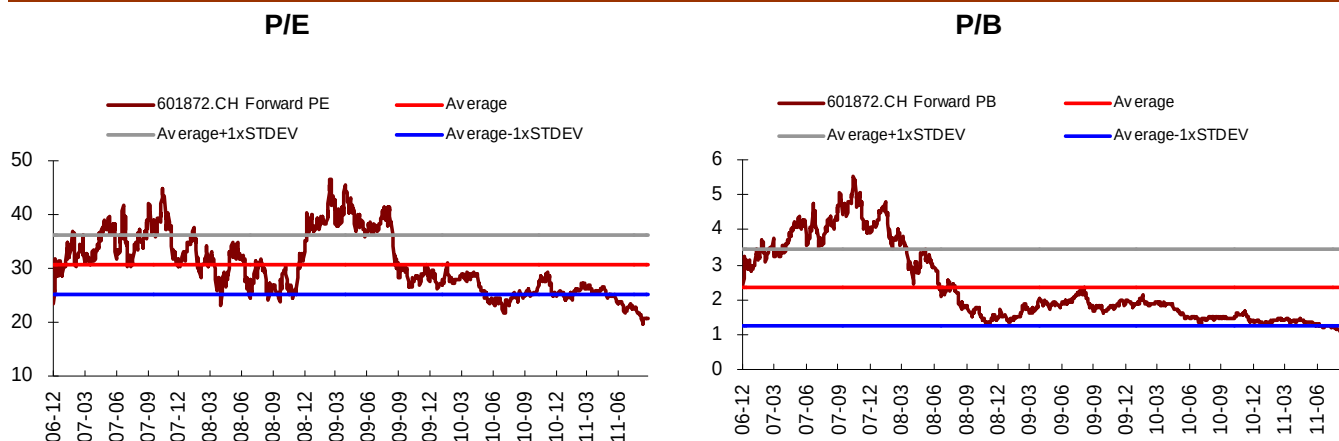
图表 5: 可比公司估值

公司名称	评级	股票代码	股价	报表币种	每股收益 (EPS)			市盈率 (PE)			市净率 (PB)			净资产收益率 %		
					2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
A股航运公司																
中远航运*	推荐	600428.SH	6.32	CNY	0.20	0.18	0.31	31.4	35.3	20.5	2.4	1.6	1.5	7.5	4.4	7.2
中海集运*	推荐	601866.SH	3.24	CNY	0.36	0.01	0.19	9.0	631.1	17.1	1.3	1.3	1.2	14.4	0.2	7.1
招商轮船*	中性	601872.SH	3.47	CNY	0.18	0.13	0.17	19.3	25.8	20.7	1.2	1.2	1.1	6.3	4.6	5.5
中海发展*	中性	600026.SH	7.42	CNY	0.50	0.35	0.37	14.7	21.3	19.9	1.1	1.1	1.0	7.6	5.0	5.2
长航油运*	中性	600087.SH	2.59	CNY	0.00	0.02	0.05	995.1	141.3	49.9	1.0	1.0	0.9	0.2	1.4	3.8
中国远洋*	中性	601919.SH	7.23	CNY	0.66	-0.50	0.18	10.9	-14.3	39.6	1.5	1.8	1.7	14.2	-12.3	4.3
宁波海运	n.a	600798.SH	4.5	CNY	0.06	0.11	0.16	71.0	42.9	29.0	1.9	2.0	1.9	2.9	5.0	6.5
长航凤凰	n.a	000520.SZ	4.13	CNY	0.02	-0.34	-0.10	251.8	-12.0	-43.5	3.2	n.a	n.a	1.1	n.a	n.a
平均值					0.23	-0.01	0.17	172.1	108.9	19.1	1.7	1.4	1.3	6.1	1.2	5.6
中值					0.18	0.06	0.18	31.4	30.5	20.6	1.4	1.3	1.2	6.3	4.4	5.4
国际散货可比公司																
DIANA SHIPPING	n.a	DSX US	8.24	USD	1.60	1.33	0.82	5.2	6.2	10.1	0.6	0.6	0.6	12.1	8.8	5.6
EAGLE BULK SHIPP	n.a	EGLE US	1.99	USD	0.43	-0.18	-0.16	4.6	-10.9	-12.8	0.2	0.2	0.2	4.2	-2.1	-0.7
GENCO SHIPPING	n.a	GNK US	5.88	USD	4.28	0.64	-0.79	1.4	9.2	-7.5	0.2	0.2	0.2	13.7	3.5	-1.7
DRYSHIPS INC	n.a	DRYS US	2.65	USD	0.64	0.74	0.83	4.1	3.6	3.2	0.3	0.3	0.3	5.7	6.7	7.5
EXCEL MARITIME	n.a	EXM US	1.83	USD	3.20	-0.46	-0.98	0.6	-4.0	-1.9	0.1	0.1	0.1	15.9	2.9	-3.4
KAWASAKI KISEN	n.a	9107 JP	192	JPY	40.08	40.82	-4.75	4.8	4.7	-40.4	0.5	0.5	0.5	10.2	9.9	-1.6
PRECIOUS SHIPPIN	n.a	PSL TH	16.8	THB	0.87	1.00	1.49	19.3	16.9	11.3	1.2	1.1	1.0	5.3	6.1	8.4
PACIFIC BASIN	n.a	2343 HK	3.61	USD	0.05	0.03	0.03	8.6	17.9	15.0	0.6	0.6	0.6	7.0	3.5	3.8
SINOTRANS SHIPPI	n.a	368 HK	1.73	USD	0.03	0.03	0.03	7.0	8.6	7.7	0.4	0.4	0.4	6.1	5.2	5.3
平均值					5.69	4.88	-0.39	6.2	5.8	-1.7	0.4	0.4	0.4	8.9	4.9	2.6
中值					0.87	0.64	0.03	4.8	6.2	3.2	0.4	0.4	0.4	7.0	5.2	3.8
国际油轮可比公司																
TEEKAY SHIPPING	n.a	TK US	24.13	USD	-3.67	-1.55	0.03	-6.6	-15.5	861.8	1.0	0.9	0.9	-12.7	-6.8	3.5
FRONTLINE LTD	n.a	FRO US	6.75	USD	2.07	-0.86	-0.38	3.3	-7.8	-17.8	0.7	0.8	0.8	21.7	-7.8	-4.6
OVERSEAS SHIPPING	n.a	OSG US	15.49	USD	-4.55	-5.16	-2.51	-3.4	-3.0	-6.2	0.3	0.3	0.3	-7.3	-8.7	-5.7
SHIP FINANCE	n.a	SFL US	13.25	USD	2.10	1.72	1.69	6.3	7.7	7.9	1.3	1.1	1.2	21.0	17.2	16.5
GENERAL MARITIME	n.a	GMR US	0.41	USD	-3.02	-1.12	-0.75	-0.1	-0.4	-0.5	0.1	0.2	0.3	-62.2	-38.0	-48.0
TSAKOS ENERGY	n.a	TNP US	6.3	USD	0.50	-0.59	0.22	12.6	-10.8	28.6	0.3	0.3	0.3	2.1	-1.9	1.9
KNIGHTSBRIDGE TA	n.a	VLCCF US	19.91	USD	2.02	1.54	1.60	9.9	12.9	12.5	1.3	1.3	1.4	12.5	9.8	10.7
NORDIC AMER TANK	n.a	NAT US	17.41	USD	-0.02	-0.66	-0.03	-870.5	-26.5	-644.8	0.9	0.9	0.9	-0.1	-2.2	-0.6
平均值					(0.57)	-0.84	-0.02	-106.1	-5.4	30.2	0.7	0.7	0.8	-3.1	-4.8	-3.3
中值					0.24	-0.76	0.00	1.6	-5.4	3.7	0.8	0.8	0.9	1.0	-4.5	0.7
注：*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯																

注: *数据为中金预测, 其他为市场预测数据, 来自彭博资讯

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 6: 历史市盈率和市净率走势



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门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。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED