东兴证券
DONGXING SECURITIES

资产注入增厚利润，油轮仍贡献主要业绩波动

——招商轮船（601872）事件点评

2017 年 09 月 12 日

推荐/维持

招商轮船 | 事件点评

郑闵钢

010-66554031 zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号: S1480510120012

研究助理：闫海

010-66554019 yanhai@dxzq.net.cn

事件：

公司将于 9 月 12 日复牌。招商轮船拟以 4.71 元/股的价格发行约 7.61 亿股股份购买经贸船务其持有的恒祥控股、深圳滚装、长航国际及经贸船务香港的 100%股权。经贸船务旗下被收购资产 2017-2020 年业绩承诺分别 5.82、3.59、4.18 和 7.59 亿元。

主要观点：

1. 利润增厚，干散货占比上升，油轮仍贡献主要业绩波动

业务结构变化：交易完成后，预计干散货收入占比从 18%上升至 31%，油运占比从 82%下降至 45%。

交易完成后油轮仍贡献主要的业绩波动。干散货业务中，VLOC 船队全部交付后为公司主力船队，VLOC 运价锁定收益稳健，与即期运费相关性较弱。油轮船队中 VLCC 期租到期后，在周期底部公司大概率不会增加期租船比例，业绩弹性将大幅上升。1. 拟引入战备发展伙伴事宜尘埃落定

本次交易完成后，2017 年 1-4 月和 2016 年度上市公司归属于母公司股东的全面摊薄每股净资产和每股收益均较本次交易前有所上升，上市公司资产质量及盈利能力提升。

根据业绩承诺估算，预计 17 年 EPS 增厚约 35%，每股净资产从 3.07 上升至 3.21（2017 年 4 月），对应 PB 从 1.65 降低至 1.58。

交易数据

52 周股价区间（元）	5.06-5.21
总市值（亿元）	268.15
流通市值（亿元）	238.88
总股本/流通 A 股(万股)	529946/472092
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.48

52 周股价走势图

资料来源：东兴证券研究所

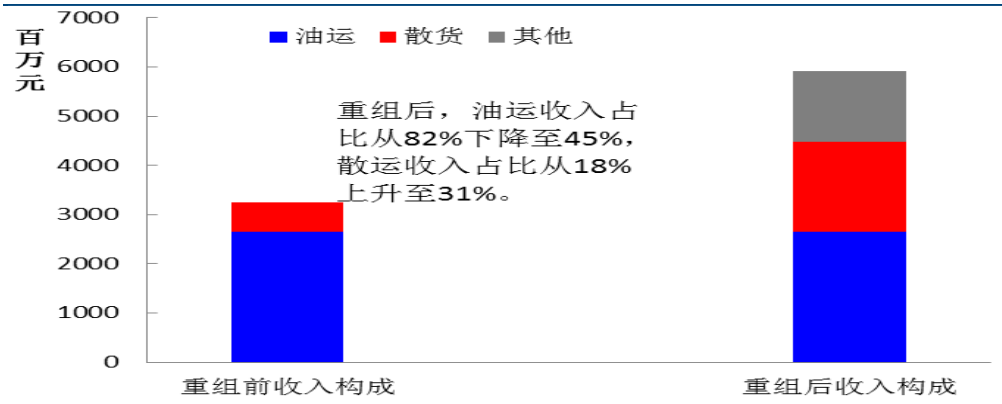
相关研究报告

1、《招商轮船（601872）：供需承压油轮市场下行，业绩符合预期》2017-08-30

2、《招商轮船（601872）：油轮景气下降，总体符合预期》2017-04-26

3、《招商轮船（601872）：业绩符合预期，跨周期抗风险能力提升》2017-04-05

图 1：资产注入前后招商轮船收入构成变化



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：交易完成前后对公司资产及盈利能力上升

项目	2017 年 1-4 月			2016 年度		
	交易前	交易后备考	同比变动	交易前	交易后备考	同比变动
资产负债分析						
总资产（万元）	3,924,417.70	4,440,831.37	13.16%	3,861,662.22	4,384,676.99	13.54%
总负债（万元）	1,776,712.99	2,493,689.71	40.35%	1,764,489.99	2,484,094.33	40.78%
归属于母公司股东所有者权益（万元）	1,625,459.69	1,942,775.98	19.52%	1,596,915.96	1,895,832.30	18.72%
归属于母公司股东的全面摊薄每股净资产（元/股）	3.07	3.21	4.56%	3.01	3.13	3.99%
资产负债率	45.27%	56.15%	24.03%	45.69%	56.65%	23.98%
盈利能力分析						
营业收入（万元）	228,746.07	325,161.21	42.15%	602,506.73	867,011.60	43.90%
归属于母公司股东的净利润（万元）	37,428.10	65,398.56	74.73%	172,996.87	210,331.59	21.58%
基本每股收益（元/股）	0.07	0.11	57.14%	0.33	0.35	6.06%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 1：资产注入前后估值变化

	2017E
注入前归母净利润（百万）	1,038.50
盈利承诺（百万）	581.79
注入后净利润（百万）	1,620.29
EPS（注入前）	0.20
PE（注入前）	25.82
EPS（注入后）	0.27

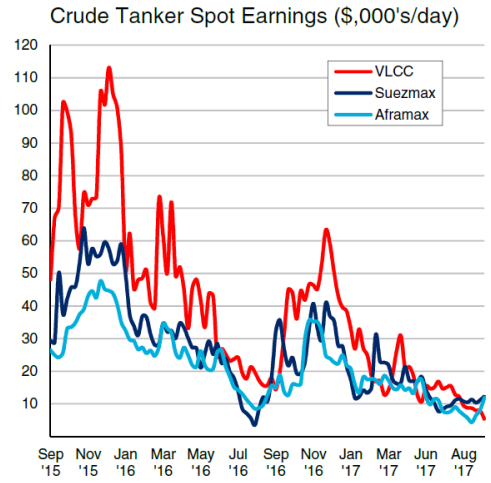
PE（注入后）	18.93
PB（注入前）	1.65
PB（注入后）	1.58

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 油轮运价低于预期，停牌期间可比油轮公司下跌为主

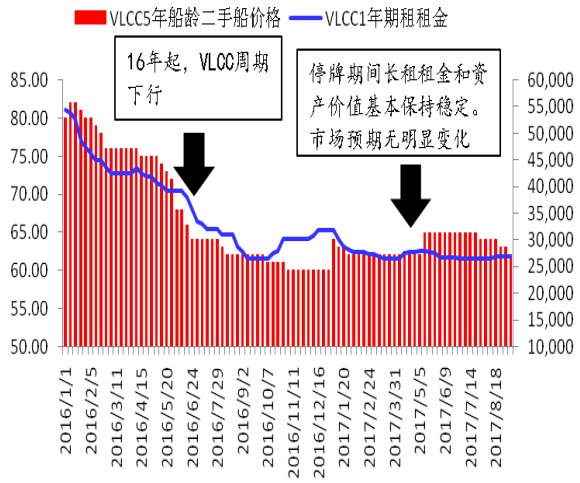
停牌期间 VLCC 资产价格和期租租金相对稳定。由于即期运费受季节性波动影响较大，我们取好望角型船和 VLCC 船 1 年期期租租金和 5 年船龄二手船价格来表示停牌期间干散货和油轮主力船型的变化。2016 年 1 月-6 月经历了一轮资产价格和租金的下跌后，后续基本保持稳定，2017 年 4 月停牌至今，VLCC 资产价格和期租租金无明显变化。

图 3: 油轮即期租金下降区间



资料来源：Clarksons，东兴证券研究所

图 4: 油轮长期指标停牌期间相对稳定



资料来源：Clarksons，东兴证券研究所

停牌期间海外可比公司多数下跌，除中远海能以外，多数油轮可比公司下跌为主。其中涨幅最高的是港股中远海能，上涨 8.3%，跌幅最大的是在美国上市的希腊船公司 NAVIOS MARITIME ACQUISITION，跌幅为 23%。

表 2: 停牌期间（2017.4.28-2017.9.11）可比公司涨幅及 PB 估值

代码	招商轮船	沪深 300	标普 500	中远海能 A	中远海能 H	NNA	TNP	GNRT	EURN	DHT
停牌期间涨幅	0	11.2%	-4.5%	1.9%	8.3%	-23.0%	-1.6%	-14.2%	4.1%	-17.0%
PB	1.65	/	/	0.98	0.57	0.32	0.27	0.28	0.67	0.58

资料来源：Wind,东兴证券研究所。

注释：NMA: (NAVIOS MARITIME ACQUISITION), TNP(TSAKOS ENERGY NAVIGATION) GNRT(GENER 8 MARITIME)

EURN(EURONAV),,DHT(DHT HOLDINGS INC)

3. 后续展望，18 年业绩承压

景气下行，18 年油轮利润大概率下滑。根据公司对 CVLCC 的业绩预测，预计 CVLCC17、18、19、20 年净利润分别为 7124 万，2840 万，2507 万和 8423 万。

长租到期，业绩弹性提升。公司油轮业务起租合同 2017 年锁定的运营天数为 2615 天，2018 年锁定的营运天数为 1101 天。当前油轮处于周期底部，公司大概率不会在周期底部签订长租合同，业绩弹性与即期运价关联度增加，业绩弹性大幅提升。

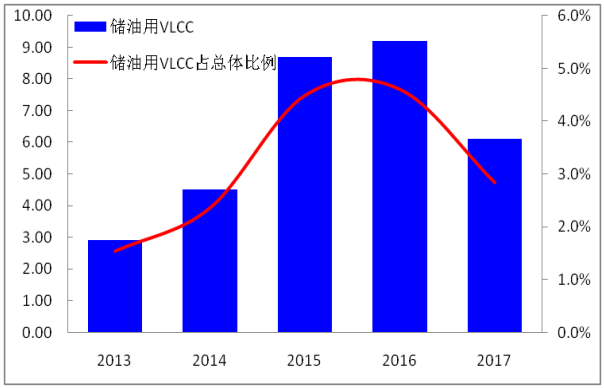
表 3: 招商轮船管理层对 CVLCC2017-2010 年净利润预测（万美元）

项目	2017 年 1-4 月	2017 年 5-12 月	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度
营业收入	25,868.50	29,497.79	55,366.29	41,675.52	47,115.77	58,325.44
毛利润	9,522.15	10,831.39	20,353.54	11,666.50	13,449.35	23,295.56
利润总额	7,447.43	7,091.71	14,539.14	5,796.46	7,157.25	17,189.32
净利润	7,447.43	7,091.71	14,539.14	5,796.46	7,157.25	17,189.32
归属于恒祥控股的净利润	3,649.24	3,474.94	7,124.18	2,840.27	3,507.05	8,422.77

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

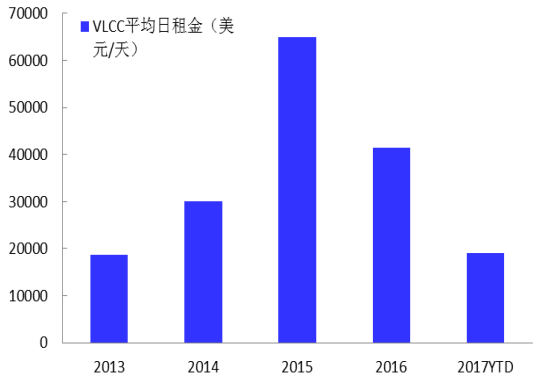
油轮需求预测困难，关注原油期货升贴水状况。油轮运输需求的预测难度较大，在 OPEC 限产的大背景下，原油运输需求承压。但决定油轮运费的除需求端因素外，油轮远期升水的情况下，部分 VLCC 被用作浮仓储油套利，活跃运力减少，VLCC 运价上涨。当前油价处于远期贴水状态，部分储油用 VLCC 重回即期市场，运价承压。

图 5: 储油用 VLCC 占比变化



资料来源：Clarksons，东兴证券研究所

图 6: VLCC 年度租金均值



资料来源：Clarksns，东兴证券研究所

4.盈利预测与建议

资产注入后，公司油轮业绩贡献占比下降，干散货占比上升。油轮业务预计 17、18 年仍处在周期下行区间，干散货板块周期上行。不考虑本轮收购，预计 17、18、19 年 EPS 为 0.19,0.19,0.23，本轮交易完成后公司备考 EPS 增厚约 35%，预计 17、18、19 年备考 EPS 为 0.27,0.22,0.30，对应估值 19X，23X，17X，维持“增持”评级。

风险提示：油轮运输需求大幅下滑，收购失败

公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	5446	8413	9449	12307	15430	**营业收入**	6157	6025	6200	6800	7246
货币资金	3788	3932	3951	6247	8998	**营业成本**	3799	3670	4340	4760	4927
应收账款	1064	840	153	168	179	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他应收款	61	3130	3221	3533	3765	营业费用	0	0	0	0	0
预付款项	163	120	163	211	260	管理费用	169	187	186	204	217
存货	326	343	1784	1956	2025	财务费用	164	201	307	241	216
其他流动资产	35	24	24	24	24	资产减值损失	826.06	641.25	5.00	5.00	5.00
非流动资产合	25794	30204	29029	27880	26733	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1056	1304	1304	1304	1304	投资净收益	161.54	119.00	200.00	200.00	200.00
固定资产	21289	25154	27009	25883	24758	**营业利润**	1360	1445	1562	1790	2081
无形资产	452	480	476	472	468	营业外收入	862.61	818.74	0.00	0.00	0.00
其他非流动资	0	0	0	0	0	营业外支出	141.15	5.46	150.00	150.00	150.00
资产总计	31240	38617	38478	40187	42162	**利润总额**	2082	2258	1412	1640	1931
流动负债合计	2644	4031	2410	2700	3006	所得税	19	6	14	16	19
短期借款	0	1947	0	0	0	**净利润**	2063	2252	1398	1624	1911
应付账款	381	357	214	235	243	少数股东损益	909	522	400	600	700
预收款项	34	60	308	580	870	归属母公司净利润	1154	1730	998	1024	1211
一年内到期的	2107	1496	1496	1496	1496	EBITDA	2404	2693	2998	3160	3426
非流动负债合	10337	13614	13898	13898	13898	**EPS（元）**	0.23	0.33	0.19	0.19	0.23
长期借款	10288	13562	13898	13898	13898	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	12981	17645	16309	16598	16905	**成长能力**					
少数股东权益	4562	5003	5403	6003	6703	营业收入增长	136.61%	-2.14%	2.90%	9.68%	6.56%
实收资本（或股	5299	5299	5299	5299	5299	营业利润增长	-1973.08%	6.20%	8.10%	14.63%	16.23%
资本公积	7345	7345	7345	7345	7345	归属于母公司净利	-42.34%	2.62%	-42.34%	2.62%	18.33%
未分配利润	1996	3295	3844	4407	5073	**获利能力**					
归属母公司股	13698	15969	17087	17906	18875	毛利率(%)	38.30%	39.08%	30.00%	30.00%	32.00%
负债和所有者	31240	38617	38478	40187	42162	净利率(%)	33.50%	37.37%	22.54%	23.88%	26.38%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	3.69%	4.48%	2.59%	2.55%	2.87%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	8.42%	10.83%	5.84%	5.72%	6.42%
经营活动现金	2292	3514	1912	2547	3014	**偿债能力**					
净利润	2063	2252	1398	1624	1911	资产负债率(%)	42%	46%	42%	41%	`
折旧摊销	879.13	1047.75	0.00	1125.36	1125.36	流动比率	2.06	2.09	3.92	4.56	5.13
财务费用	164	201	307	241	216	速动比率	1.94	2.00	3.18	3.83	4.46
应收账款减少	0	0	687	-15	-11	**营运能力**					
预收帐款增加	0	0	248	272	290	总资产周转率	0.21	0.17	0.16	0.17	0.18
投资活动现金	-506	-7152	240	195	195	应收账款周转率	8	6	12	42	42
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	18.64	16.34	21.72	30.31	30.34
长期股权投资	0	0	23	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	162	119	200	200	200	每股收益(最新摊	0.23	0.33	0.19	0.19	0.23
筹资活动现金	-869	2656	-2134	-446	-458	每股净现金流(最	0.17	-0.19	0.00	0.43	0.52
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	2.58	3.01	3.22	3.38	3.56
长期借款增加	0	0	336	0	0	**估值比率**					
普通股增加	579	0	0	0	0	P/E	22.00	15.33	26.88	26.19	22.14
资本公积增加	1412	0	0	0	0	P/B	1.96	1.68	1.57	1.50	1.42
现金净增加额	917	-982	18	2296	2751	EV/EBITDA	14.74	14.81	12.76	11.38	9.69

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，基础产业小组组长。央视财金频道嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强(第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强(第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

闫海

伦敦城市大学卡斯商学院航运贸易与金融硕士，4 年航运市场研究经验，2012-2016 年就职于克拉克森研究，2016 年 12 月加入东兴证券研究所，从事交通运输行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。