

2011年10月25日

招商轮船

第三季度盈亏平衡，业绩略低于预期

公司2011年前三季度完成营业收入20.6亿元，同比增长4.5%，归属母公司净利润为2.0亿元，每股收益为0.058元，同比下降63.5%。其中三季度基本保持盈亏平衡，受船用燃油价格持续高位影响，公司三季度营业成本同比大幅增长43.9%，使得业绩略低于预期。我们将公司2011-13年的每股收益预测下调至0.053、0.136和0.233元人民币，目前股价对应2011年市净率仅为1.2倍，处于历史低位，下跌空间有限。但由于公司主营的国际油运和干散货运输业务行业景气度较低，近两年内难现拐点，公司业绩难有趋势性表现，我们下调目标价格至3.47元，维持持有评级不变。

A

持有

601872.SS - 人民币 3.41

目标价格: 人民币 3.47(▼3.54)

杜建平*

(8610) 6622 9079

Jianping.du@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300209090310

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(17)	1	(9)	(30)
相对新华富时A50指数(%)	(4)	1	3	(7)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	3,433
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	11,708
3个月日均交易额(人民币 百万)	13
净负债比率(%) (2011E)	41
主要股东(%)	
招商局能源运输股份有限公司	51.17

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*江映德为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
 具备证券投资咨询业务资格

支撑评级的要点

- 前三季度净利润同比下滑63.5%，三季度盈亏平衡。受运价大幅下滑以及燃油价格上涨导致的成本上涨双重挤压，公司净利润大幅下滑，但仍能保持盈利，业绩好于同业。
- 行业基本面持续低迷，拐点到来尚需时日。受运力供给过剩以及全球经济复苏乏力的影响，公司主营的国际油运和干散货业务持续低迷，2011年1-9月BDI和BDTI均值同比分别下跌51%和15%。由于运力在手订单规模庞大，行业拐点预计2013年之后才会到来。
- 公司股价创历史新低，估值处于历史低位。由于行业低迷，年初以来公司股价大幅下挫跑输大盘，目前公司股价2011年市净率仅1.2倍，存在超跌反弹的可能。

评级面临的主要风险

- 全球经济二次探底的风险。

估值

- 不考虑公司非公开发行股票的影响，我们将公司2011-13年的每股收益下调至0.053、0.136和0.233元人民币，按照2011年1.2倍市净率，将公司目标价由3.54元下调至3.47元人民币，维持持有评级。

图表1.投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	1,864	2,597	2,623	3,058	3,540
变动(%)	(42)	39	1	17	16
净利润(人民币 百万)	343	616	184	466	798
全面摊薄每股收益(人民币)	0.100	0.179	0.053	0.136	0.233
变动(%)	(72.2)	79.5	(70.2)	154.0	71.1
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.108	0.200	0.308
调整幅度(%)	-	-	(51)	(32)	(24)
核心每股收益(人民币)	0.100	0.179	0.053	0.136	0.233
变动(%)	(72.2)	79.5	(70.2)	154.0	71.3
全面摊薄市盈率(倍)	34.1	19.0	63.8	25.1	14.7
核心市盈率(倍)	34.1	19.0	63.8	25.1	14.6
每股现金流量(人民币)	0.20	0.28	0.26	0.34	0.43
价格/每股现金流量(倍)	17.2	12.0	13.2	10.0	8.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.4	12.0	17.3	11.7	8.3
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.011	0.027	0.047
股息率(%)	0.0	0.0	0.3	0.8	1.4

资料来源: 公司数据及万得资讯

估值及评级

我们预计公司 2011-13 年的每股收益为 0.053、0.136 和 0.233 元人民币，目前股价对应 2011 年市净率仅为 1.2 倍，处于历史低位。我们按照 2011 年 1.2 倍市净率下调公司目标价至 3.47 元人民币，维持**持有**评级不变，建议投资者关注公司股价超跌反弹以及旺季运价上涨带来的交易性机会。

业绩摘要

2011 年前三季度公司完成营业收入 20.6 亿元，同比增长 4.5%；归属母公司净利润为 2.0 亿元，每股收益为 0.058 元，同比下降 63.5%。其中三季度基本保持盈亏平衡，受船用燃油价格持续高位影响，公司三季度营业成本同比大幅增长 43.9%，使得业绩略低于预期。但期内公司继续保持稳健的经营风格，在全行业都面临亏损压力的背景下仍能保持盈利，业绩表现超越同业水平。

图表 2. 2011 年前三季度业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年 1-3 季度	11 年 1-3 季度	同比变动(%)
营业收入	1,972.96	2,062.52	4.5
营业成本	(1,404.28)	(1,823.17)	29.8
营业税及附加	0.00	0.00	n.a
销售及营销费用	0.00	0.00	n.a
管理费用	(44.97)	(47.83)	6.4
财务费用	(34.08)	(45.87)	34.6
资产重估损失	0.21	0.00	(100.0)
营业成本	(1,483.12)	(1,916.87)	29.2
投资收益	45.88	64.56	40.7
营业利润	535.72	210.21	(60.8)
营业外收入	34.64	0.00	(100.0)
营业外支出	(2.23)	0.00	(100.0)
税前利润	568.13	210.21	(63.0)
所得税	(5.90)	(8.13)	37.8
税后利润	562.23	202.08	(64.1)
少数股东权益	13.38	1.92	(85.7)
净利润	548.85	200.16	(63.5)
全面摊薄每股收益(人民币)	0.160	0.058	(63.5)
主要比率(%)			
毛利率	28.8	11.6	
营业利润率	27.2	10.2	
净利率	27.8	9.7	

资料来源：公司数据

图表 3.2011 年第三季度业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年 3 季度	11 年 3 季度	同比变动(%)
营业收入	604.59	712.68	17.9
营业成本	(483.30)	(695.50)	43.9
营业税及附加	0.00	0.00	n.a
销售及营销费用	0.00	0.00	n.a
管理费用	(12.95)	(14.06)	8.6
财务费用	(13.83)	(22.38)	61.8
资产重估损失	0.00	0.00	n.a
营业成本	(510.08)	(731.94)	43.5
投资收益	17.92	23.53	31.3
营业利润	112.43	4.27	(96.2)
营业外收入	(0.09)	0.00	(100.0)
营业外支出	0.00	0.00	n.a
税前利润	112.34	4.27	(96.2)
所得税	(1.80)	(3.46)	92.3
税后利润	110.54	0.81	(99.3)
少数股东权益	3.53	(0.26)	(107.4)
净利润	107.01	1.07	(99.0)
全面摊薄每股收益(人民币)	0.031	0.000	(99.0)
主要比率(%)			
毛利率	20.1	2.4	
营业利润率	18.6	0.6	
净利率	17.7	0.2	

资料来源: 公司数据

运价下跌和油价持续高位挤压利润

2011 年 1-9 月, 受运力过剩及需求疲软影响, 国际干散货和油运市场运价大幅下滑, BDI 和 BDTI 均值同比分别下跌 51% 和 15%。近期随着旺季到来, BDI 和 BDTI 均有所回升, 其中 BDI 环比 8 月初的低点涨幅达 71.8%, 而 BDTI 也环比上涨 18.6%, 但未来前景仍不容乐观。

成本方面, 占公司营业成本 31% 的燃油成本大幅上升导致公司前三季度营业成本大幅增加 29.8%。1-9 月, 国际布伦特原油平均价格同比涨幅达 43.5%, 新加坡燃油平均价格同比涨幅也达 44.3%, 油价持续高位侵蚀公司利润。近期国际原油价格有所回落, 但船用燃油价格仍旧持续高位运行。预计未来随着需求下滑, 船用燃油价格也将随之逐步回落, 公司燃油成本压力将有所缓解。

非公开发行股票募资用于购建油轮

公司公告将以3.37元/股的价格非公开发行8.58亿股募集资金28.9亿元用于购建10艘VLCC油轮，已获股东大会通过，本次发行预计将于2012年完成。

由于油轮建设周期较长，公司计划募资购建的油轮预计将于2013-2014年陆续交付并投入使用，短期看此次非公开发行将摊薄公司2012年业绩。但长期看，根据在手订单以及未来运力交付计划，2013年油运行业供需矛盾有望逐步缓解，运价将逐步回升，公司运力投入契合行业上升周期，且目前VLCC新船造价比2008年高点下降超过35%，预计其投入将取得较好的回报。此外，本次非公开发行的对象中国石化和中化股份为公司的第二大及第四大股东，也是公司的主要客户。发行完成后，中国石化与中化股份对本公司的持股比例将分别从目前的10.7%和0.91%上升至20.0%和4.3%，有利于公司与其加强业务合作关系，提高业务的稳定性。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	1,864	2,597	2,623	3,058	3,540
销售成本	(1,392)	(1,928)	(2,369)	(2,491)	(2,621)
经营费用	356	513	632	662	650
息税折旧前利润	828	1,182	885	1,229	1,570
折旧及摊销	(424)	(575)	(698)	(739)	(739)
经营利润	404	608	188	491	831
净利息收入/(费用)	28	8	(58)	(44)	(21)
其他收益/(损失)	29	70	69	69	77
税前利润	462	686	198	516	887
所得税	(108)	(53)	(13)	(45)	(81)
少数股东权益	(10)	(17)	(2)	(5)	(8)
净利润	343	616	184	466	798
核心净利润	343	616	184	466	799
每股收益(人民币)	0.100	0.179	0.053	0.136	0.233
核心每股收益(人民币)	0.100	0.179	0.053	0.136	0.233
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.011	0.027	0.047
收入增长(%)	(42)	39	1	17	16
息税前利润增长(%)	(75)	50	(69)	161	69
息税折旧前利润增长(%)	(58)	43	(25)	39	28
每股收益增长(%)	(72)	79	(70)	154	71
核心每股收益增长(%)	(72)	79	(70)	154	71

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	3,229	3,059	3,147	4,053	5,484
应收帐款	296	280	285	329	377
库存	69	118	105	122	142
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	3,595	3,457	3,537	4,504	6,003
固定资产	10,566	12,163	13,466	12,977	12,239
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	500	613	613	613	613
长期资产总计	11,066	12,777	14,079	13,590	12,852
总资产	14,661	16,233	17,616	18,094	18,855
应付帐款	429	255	265	309	357
短期债务	1,063	2,501	2,689	2,689	2,689
其他流动负债	33	35	35	35	35
流动负债总计	1,525	2,791	2,988	3,032	3,081
长期借款	3,518	3,560	4,560	4,560	4,560
其他长期负债	0	38	38	38	38
股本	3,433	3,433	3,433	3,433	3,433
储备	6,023	6,326	6,509	6,939	7,643
股东权益	9,457	9,759	9,943	10,372	11,076
少数股东权益	161	85	87	92	100
总负债及权益	14,661	16,233	17,616	18,094	18,855
每股帐面价值(人民币)	2.75	2.84	2.90	3.02	3.23
每股有形资产(人民币)	2.75	2.84	2.90	3.02	3.23
每股净负债/(现金)(人民币)	0.39	0.87	1.19	0.93	0.51

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	462	686	198	516	887
折旧与摊销	424	575	698	739	739
净利息费用	(28)	(8)	58	44	21
运营资本变动	(9)	(262)	17	(17)	(19)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(167)	(18)	(82)	(114)	(158)
经营活动产生的现金流	681	974	890	1,168	1,470
购买固定资产净值	(2,362)	(2,551)	(2,000)	(250)	0
投资减少/增加	38	20	69	69	77
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(2,325)	(2,531)	(1,931)	(181)	77
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	396	1,654	1,188	0	0
支付股息	(449)	(241)	(58)	(81)	(115)
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	(53)	1,413	1,129	(81)	(115)
现金变动	(1,696)	(144)	88	906	1,432
期初现金	4,926	3,229	3,059	3,147	4,053
公司自由现金流	(1,643)	(1,557)	(1,041)	987	1,547
权益自由现金流	(1,247)	97	146	987	1,547

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	44.4	45.5	33.8	40.2	44.3
息税前利润率(%)	21.7	23.4	7.2	16.1	23.5
税前利润率(%)	24.8	26.4	7.6	16.9	25.1
净利率(%)	18.4	23.7	7.0	15.3	22.5
流动性					
流动比率(倍)	2.4	1.2	1.2	1.5	1.9
利息覆盖率(倍)	38.6	14.6	1.7	4.5	7.6
净权益负债率(%)	14.1	30.5	40.9	30.5	15.8
速动比率(倍)	2.3	1.2	1.1	1.4	1.9
估值					
市盈率(倍)	34.1	19.0	63.8	25.1	14.7
核心业务市盈率(倍)	34.1	19.0	63.8	25.1	14.6
目标价对应核心业务	34.7	19.3	64.9	25.5	14.9
市盈率(倍)					
市净率(倍)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
价格/现金流(倍)	17.2	12.0	13.2	10.0	8.0
企业价值/息税折旧前	15.4	12.0	17.3	11.7	8.3
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	14.4	17.7	17.2	16.6	18.4
应收帐款周转天数	57.4	40.5	39.3	36.6	36.4
应付帐款周转天数	82.0	48.1	36.2	34.2	34.3
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	20.2	20.2	20.2
净资产收益率(%)	3.6	6.4	1.9	4.6	7.4
资产收益率(%)	2.1	3.6	1.0	2.5	4.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371