

证券研究报告—动态报告/公司快评

交通运输

招商轮船 (601872)

中性

港口航运

重大事项停牌点评

(维持评级)

2011年8月23日

非公开发行股票的两点猜测

证券分析师: 郑武 0755-82130422 zhengwu@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120022

证券分析师: 岳鑫 0755-8213043 yuexin@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120015

事项:

招商轮船自8月15日起连续停牌,并于8月19日公告:公司将向关联方及其他战略投资者非公开发行股票,募集资金用于购建油轮,进一步加强与中国原油进口商的合作。有关各方目前正就相关协议进行商谈,仍然存在不确定性。公司股票自8月22日起将继续停牌。

评论:

■ 非公开发行股票的两点猜测

根据公司19日的公告,公司目前正在筹划非公开发行股票事项。对此我们有以下两点猜测:

● 定向增发对象——可能包括中石化等中国原油进口商。

公司公告称此次定向增发对象包括“关联方”,并将“进一步加强与中国原油进口商的合作”。

中石化是我国主要的原油进口商,其78%的原油依赖进口,占中国原油进口总量的70%。

截止2010年底,中国石油化工集团公司直接持有公司9.85%的股权,其全资子公司中国石化资产经营管理有限公司直接持有公司0.86%的股权,合计持有公司股份10.71%。此外,公司与中石化签署了长期原油运输合作协议(COA)。

因此,我们猜测此次定向增发的对象中可能包括中石化等中国原油进口商。

● 募集资金用途——购建VLCC油轮。

公司公告称此次“募集资金用于购建油轮”。

“十二五”期间,中国政府大力推进“国油国运”政策,中国油轮船东也纷纷计划购建VLCC油轮。

目前招商轮船拥有12艘VLCC,下半年计划再增1艘VLCC,此外再无油轮订单。公司此次定向增发所募集的资金极有可能用于购建VLCC油轮,以完成其在十二五期间的原油油轮运力扩充计划。

■ 购建油轮短期影响市场情绪,长期投资回报率可期

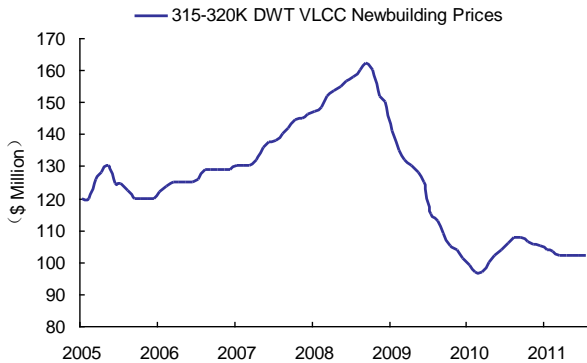
目前国际油运市场仍处于周期底部,存在明显的运力过剩,运价持续低迷,行业普遍性亏损。

公司如近期购建油轮,短期来看,将进一步加重市场对于油轮运力将持续过剩的担忧,并可能引发其他中国油轮船

东购建油轮行为。

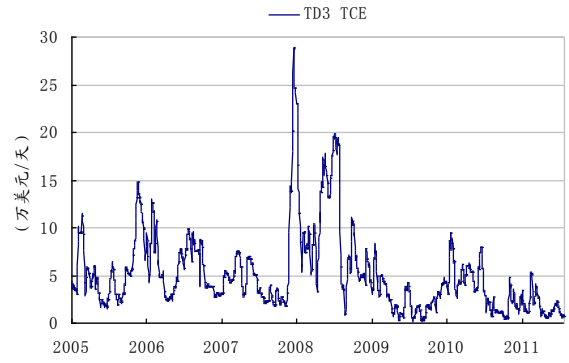
长期来看，此轮反周期造船的长期投资回报率可期。目前 VLCC 新船造价已较 08 年的峰值下降了近 40%，根据我们的测算，其 TCE 盈亏平衡点将仅为 2.6 万美元/天，较市场中大部分 05 年后建造的 VLCC 具有明显的成本优势。

图 1: VLCC 油轮新船造价



资料来源: Clarkson, 国信证券经济研究所整理

图 2: TD3 航线 (中东-远东) 的等价期租水平 (TCE)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

表 1: VLCC 油轮盈亏平衡点测算

VLCC 造价 (百万美元/艘)	90	100	110	120	130	140	150	160
TCE 盈亏平衡点 (万美元/天)	2.6	2.8	2.9	3.1	3.3	3.5	3.6	3.8

资料来源: 国信证券经济研究所测算

■ 维持“中性”评级

公司此次选择在油运市场底部反周期增发造船，有利于提升公司未来油轮船队的长期盈利能力。

目前公司股价 3.47 元，2011 年业绩预测 0.10 元，动态 PE35 倍，PB1.24 倍，维持“中性”评级。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。