

## 招商轮船 (601872.SH) 水上运输行业

评级: 中性 首次评级

公司研究

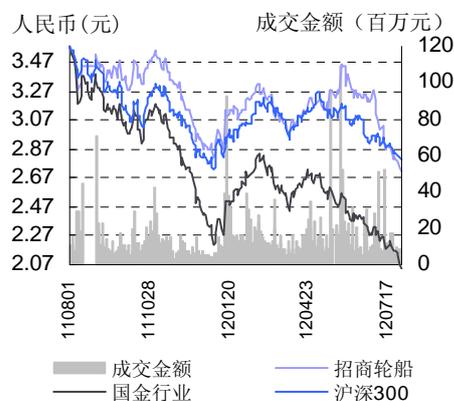
市价(人民币): 2.71元

目标(人民币): 2.84元

长期竞争力评级: 等于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	3,433.40
总市值(百万元)	116.31
年内股价最高最低(元)	3.58/2.71
沪深 300 指数	2332.92
上证指数	2103.63



## 行业景气度向下, 盈利能力大幅下滑

## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.179	0.047	0.009	0.024	0.058
每股净资产(元)	2.84	2.73	3.21	3.23	3.28
每股经营性现金流(元)	0.28	0.20	0.19	0.21	0.27
市盈率(倍)	22.92	61.06	334.62	121.91	50.14
行业优化市盈率(倍)	10.74	23.66	98.01	98.01	98.01
净利润增长率(%)	79.47%	-73.61%	-76.88%	174.49%	143.14%
净资产收益率(%)	6.31%	1.73%	0.27%	0.74%	1.78%
总股本(百万股)	3,433.40	3,433.40	4,291.75	4,291.75	4,291.75

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **油轮业务盈利下滑:** 2012 年油轮供给增速超过需求, 预计全年运价总体呈滑落态势, 4-5 月 VLCC 租金短暂冲高至 50000 美金保证了公司上半年盈利, 而当前部分航线租金收益已滑落至负数, 公司程租市场收益预计将大幅下滑, 叠加若干艘高租金水平的期租船舶陆续到期, 预计下半年油轮板块会出现亏损。
- **干散货长期底部徘徊:** 供求失衡在短期内难以缓解, 各船型运价低位运行, 其中, 2012 年中国对铁矿石需求增速明显放缓, 对应的海岬型船舶运量、运价下滑尤为突出, 目前租金水平远不能弥补运营成本, 6 月公司交付了 2 艘海岬型船之后, 海岬船总数已达 7 条, 我们判断市场的长期低迷将给公司干散货业务带来较大压力;
- **LNG 收益难超预期:** LNG 业务签订 25 年长约, 收益稳定, 预计投入上海项目的第一艘 LNG 船舶预计在 10 月交付, 对板块业绩贡献有限。
- **盈利能力下滑, 2014 年或迎来改善:** 油轮、散货运费持续低迷给行业经营带来巨大压力, 预计下半年略微亏损, 2014 年油轮将出现交付低谷, 与此同时, 全球油运需求在中国、印度为代表的太平洋市场带动下有望保持 4% 的增长, 此消彼长, 预计油轮运费反弹将推动公司业绩大幅增长。

## 投资和估值建议

- 预计 12-14 年公司净利润分别为 3800 万、1.04 亿和 2.51 亿, 对应 EPS 分别为 0.009、0.024、0.058 元, 行业景气度向下, 短期改善能力有限, 我们给予“持有”评级, 目标价 2.84 元。

## 风险

- 伊核局势导致油价大幅波动以及霍尔姆斯海峡油轮通道的封锁
- 欧债危机恶化导致全球经济体对原油的需求继续放缓

姜明

联系人

(8621)61038319  
jiangming@gjzq.com.cn

黄金香

分析师 SAC 执业编号: S1130511030022  
(8621)61038325  
huangjx@gjzq.com.cn

## 内容目录

公司概况 .....	5
主营业务: 油轮、散货船运输 .....	5
油轮业务权重高, 带来业绩高弹性 .....	5
收益稳定的 LNG 业务 .....	7
1H2012 盈利环比下滑, 油轮、LNG 贡献主要利润 .....	7
油轮收益环比下降 .....	8
干散货好于市场平均水平 .....	8
LNG 贡献稳定收益 .....	8
油运短期难复苏 .....	9
供需决定运费 .....	9
未来增长来自于太平洋市场 .....	9
油轮供给逐年递减 .....	11
短期徘徊于底部, 拐点或现于 2014 年 .....	14
散货运输陷入长时间消化产能阶段 .....	15
行业供求失衡 .....	15
在手订单依旧庞大 .....	16
拆解提速难以缓解 2012 运力增长 .....	18
2013 年运力增速有所放缓 .....	20
需求中短期难以好转 .....	20
干散货可能长时间低迷 .....	23
2H2012 或现亏损, 反弹需看油轮复苏 .....	23
油轮运费仍在下滑, 新交散货船面临亏损 .....	23
2014 年油轮或将迎来趋势性复苏 .....	24
公司估值及投资建议 .....	24
附录: 三张报表预测摘要 .....	25

## 图表目录

图表 1: 公司油轮船队 (万载重吨) .....	5
图表 2: 公司散货船队 (万载重吨) .....	5
图表 3: 公司 VLCC 租金和市场租金对比 (美金/天) .....	5
图表 4: 2004-2011 年公司主营业务毛利(百万元) .....	5
图表 5: 2004-2012 年公司船队发展 .....	6
图表 6: 2003-2011 油轮和干散货业务收入 (百万元) .....	6
图表 7: 2003-2011 油轮和干散货业务毛利 (百万元) .....	6
图表 8: 2011 年船舶营运天、租金收入 .....	7

图表 9: 船型 TCE 和主营毛利的弹性测试 .....	7
图表 10: VLCC(超级油轮)TCE 走势(美金/天).....	8
图表 11: 油轮船型 TCE 对比 .....	8
图表 12: 散货船型 TCE 对比 .....	8
图表 13: 1H2011 VS 1H2012 利润 (万人民币) .....	9
图表 14: 市场集中度: 油轮 & 集运 .....	9
图表 15: 供需面和运价的关系 .....	9
图表 16: 1965-2010 年 OECD 原油进口 (千桶/天) .....	10
图表 17: 1965-2010 年美国原油进口 (千桶/天) .....	10
图表 18: 中国原油产量 & 海运进口量 (百万吨) .....	10
图表 19: 印度原油产量 & 海运进口量 (百万吨) .....	10
图表 20: 2005-2012 年原油进口需求增速 .....	11
图表 21: “大西洋” & “太平洋”市场份额 .....	11
图表 22: 全球 GDP 增速和原油消费增速 .....	11
图表 23: GDP 增速和原油消费增速成线性相关.....	11
图表 24: 全球原油海运量预测表 (2012-2015 年) .....	11
图表 25: 全球 VLCC 运力 (百万吨) .....	12
图表 26: VLCC 占全球原油运力比重 (百万吨) .....	12
图表 27: VLCC 预计交付和实际交付 (艘) .....	12
图表 28: VLCC 订单交付和预测的实际交付 .....	12
图表 29: 2012-2014 年 VLCC 运力预测 (百万吨) .....	12
图表 30: 苏伊士轮船龄分析 .....	13
图表 31: 苏伊士油轮预计交付和实际交付 (艘) .....	13
图表 32: 2012-2014 年苏伊士油轮运力预测 (百万吨) .....	13
图表 33: 阿芙拉油轮预计交付和实际交付 (艘) .....	14
图表 34: 阿芙拉性油轮船龄分析 .....	14
图表 35: 2012-2014 年阿芙拉油轮运力预测 (百万吨) .....	14
图表 36: 2004-2014 年原油运输市场供需 .....	14
图表 37: 2005-2014E 原油供需增速 .....	15
图表 38: 油轮订单运力 .....	15
图表 39: BDTI 指数同“供需增速差”的关系 .....	15
图表 40: 散货船舶运力供给增速在 15%左右 .....	16
图表 41: 截至 5 月主要船型运力增速 .....	16
图表 42: 订单量持续下行 .....	16
图表 43: 截至 5 月主要船型订单占比 .....	16
图表 44: 散货船现有订单预计交付分布 .....	17
图表 45: 11 年交付率创 09 年以来新高* .....	17
图表 46: “积压”订单下降至 33% .....	17
图表 47: 2012 年计划交付船舶订单签订年份分布 .....	17

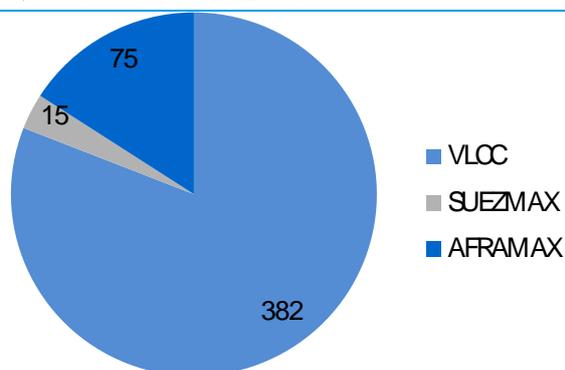
图表 48: 5月底持有订单预计交付情况.....	18
图表 49: 5月底持有订单未来交付率 .....	18
图表 50: 船舶拆解量大幅增加 .....	18
图表 51: 各主要船型拆解平均船龄呈现“年轻化”态势.....	18
图表 52: 国际废钢价格走势推升拆船价格 .....	19
图表 53: Capesize 新造船价格持续呈现下滑态势 .....	19
图表 54: 船舶拆解价值占比呈现明显提升的态势 .....	19
图表 55: 散货船队现有运力船龄分析 .....	19
图表 56: 预计拆解率变动情况 .....	20
图表 57: 12 年运力增长情况.....	20
图表 58: 不考虑船舶拆解情况下运力增速 .....	20
图表 59: 预计运力增速情况.....	20
图表 60: 2011 年世界海运量占比（分货种） .....	21
图表 61: 10 年世界主要铁矿石进口国分布 .....	21
图表 62: 中国铁矿石进口量增速偏慢 .....	21
图表 63: 我国发电量增速处于较低水平 .....	21
图表 64: 港口铁矿石到岸价格与库存情况 .....	22
图表 65: 国内外主要港口存量处于高位.....	22
图表 66: 钢铁产量增速出现明显的下滑.....	22
图表 67: 固定资产投资增速与世界铁矿石海运量增速 .....	22
图表 68: GDP 增速与世界煤炭海运量增速 .....	22
图表 69: 油价与煤炭价格走势 .....	22
图表 70: 铁矿石与好望角型船舶运力增速 .....	23
图表 71: 煤炭与巴拿马型船舶运力增速.....	23
图表 72: 2012YTD VLCC TD3 航线租金收入（万美金） .....	23
图表 73: 海岬型船舶近期 TCE 走势（万美金） .....	23

## 公司概况

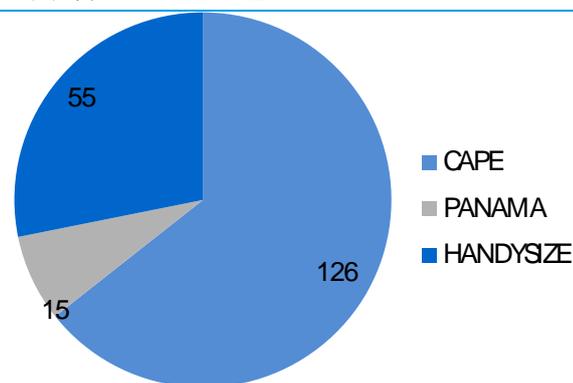
### 主营业务：油轮、散货船运输

- 招商局能源运输股份有限公司（招商轮船）成立于 2004 年，主营油轮、散货运输，当前公司油轮船队拥有 13 艘 VLCC（超级油轮）、1 艘苏伊士轮以及 7 艘阿芙拉型油轮，载重吨合计 472 万吨；散货船队拥有 7 艘海岬、2 艘巴拿马以及 12 艘灵便型船舶，合计 196 万载重吨。

图表1：公司油轮船队（万载重吨）



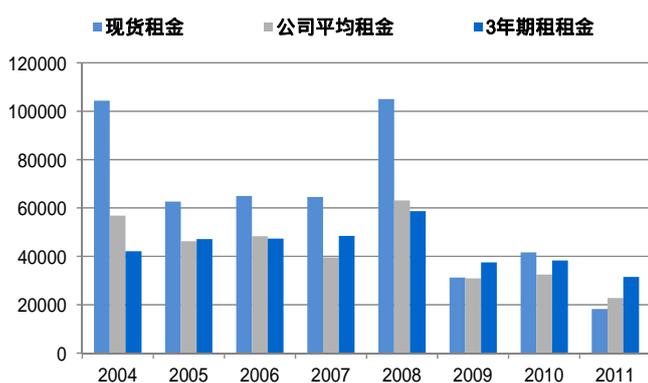
图表2：公司散货船队（万载重吨）



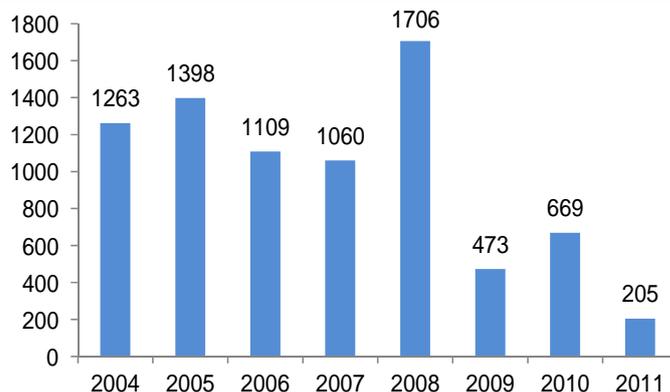
来源：国金证券研究所，公司年报，公司网站

- 油轮、干散货运营主要分为期租、程租，期租的特点是能在一段时间锁定船舶的收益，增强公司经营稳定性，缺点是当运价上涨，现货市场运价高于期租租金时，公司未能收益最大化；程租即现货市场，运费水平随行就市，波动性较大；船公司需承担程租前后两个航次衔接阶段的空放成本，因此程租的租金一般而言要高于期租租金；招商轮船的经营策略是采用期租、程租相结合的方式为客户提供服务，船舶 TCE 收益总体介于期租、程租之间，业绩较为稳定，2004-2011 年，航运市场大幅波动，而主营业务一直保持正收益。

图表3：公司 VLCC 租金和市场租金对比（美金/天）



图表4：2004-2011 年公司主营业务毛利(百万元)



来源：国金证券研究所，公司年报

### 油轮业务权重高，带来业绩高弹性

- 从 2003-2011 年船队发展来看，公司油轮船队发展总体快于散货，一方面公司淘汰了部分老龄 VLCC 和 AFRAMAX 船型，完成了 4 艘 VLCC 和 1 艘 SUEZMAX “单改双”，另一方面公司加快了 VLCC 和 AFRAMAX 的新船订购计划；反观公司散货船队，2003-2009 年公司一直采用 2 条 PANAMA 和 12 条 HANDYSIZE 运营，没有订购新船，一直到 2010 年公司才开始发展 CAPE 船型。未来，公司主要还是发展 VLCC 船型，目标是 2015 年前，将 VLCC 扩容至 30 艘，同时散货船队的发展

主要是以新替旧，淘汰目前 16-20 年船龄的灵便散货船和 19 年船龄的 PANAMA 船。

图表5: 2004-2012 年公司船队发展

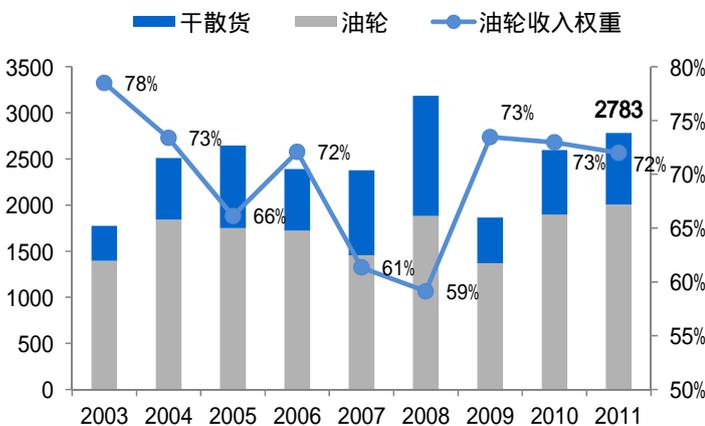
船队 (艘)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E
VLCC	7	6	6	6	6	6	8	11	13	13
SUEZMAX	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
AFRAMAX	7	7	7	7	8	7	6	7	7	7
合计	15	14	14	14	15	14	15	19	21	21
载重 (万吨)										
VLCC	200	170	174	174	174	174	229	322	382	382
SUEZMAX	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
AFRAMAX	67	67	67	67	77	67	67	75	75	75
合计	282	252	256	256	266	256	311	412	472	472

船队 (艘)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E
Cape								2	5	7
Panama	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Handymax	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
合计	14		14	14	14	14	14	16	19	21
载重 (万吨)										
Cape								36	90	126
Panama	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
Handymax	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55
合计	70	70	70	70	70	70	70	106	160	196

来源: 国金证券研究所, 公司年报

- 2003-2011 年公司油轮和散货业务收入总体呈 7:3, 若按照公司 15 年 30 艘 VLCC 的规划, 油轮收入份额将继续扩大, 但同时我们看到油轮板块占公司整体毛利权重在近几年一直呈下降趋势, 特别是 2011 年油轮毛利 4800 万, 仅占主营毛利的 23%, 其主要原因有: 1) 近几年航运下滑周期中, 公司油轮运价波幅高于干散货; 2) 公司灵便散货船占比较高, 灵便型散货船的运费波动总体低于海岬型运费和 BDI 指数; 3) 公司艘海岬型船舶签订了长期期租合同, 租金水平约在 3-4 万美金/天, 于此同时, 公司在较高水平期租出去的 2-3 艘 VLCC 在 2011 年中陆续到期;

图表6: 2003-2011 油轮和干散货业务收入 (百万元)



来源: 国金证券研究所, 公司年报

图表7: 2003-2011 油轮和干散货业务毛利 (百万元)



- 我们估算了 2011 年公司油轮和干散货各船型营运天，结合公司给出的船队营运率、各船型平均 TCE，大致可以测算公司各船型 TCE 和整体利润的弹性，在假定其他船型 TCE 不变化的情况下，VLCC 的 TCE 每变化一个百分点，毛利将变化 3 个百分点，其次为灵便散货船，将引发毛利变化 1.6 个百分点，CAPE 和 AFRAMAX 是 1.1 个百分点，中长期来看，公司将继续扩容 VLCC 船队，其对公司的影响将日趋增加；

图表8: 2011 年船舶营运天、租金收入

船型	2011 年 理论营运天	实际营运天 (理论营运天*营运率 97.7%)	TCE (美元/天)	年度租金收入 (百万美元)	租金收入 (百万元)
VLCC	4380	4279	22755	97	628
SUEZMAX	360	352	10185	4	23
AFRAMAX	2520	2462	13905	34	221
船型	2011 年 理论营运天	实际营运天 (理论营运天*营运率 96.1%)	TCE (美元/天)	年度租金收入 (百万美元)	年度租金收入 (百万元)
Cape	1500	1442	23450	34	218
Panama	720	692	14470	10	65
Handysize	4320	4152	11885	49	318

来源: 国金证券研究所,公司年报, 汇率按 6.45 计算

图表9: 船型 TCE 和主营毛利的弹性测试

	TCE 上涨 10% 对应毛利变化	TCE 上涨 30% 对应毛利变化	TCE 上涨 50% 对应毛利变化
VLCC	31%	92%	153%
SUEZMAX	1%	3%	6%
AFRAMAX	11%	32%	54%
Cape	11%	32%	53%
Panama	3%	9%	16%
Handysize	16%	47%	78%

来源: 国金证券研究所

### 收益稳定的 LNG 业务

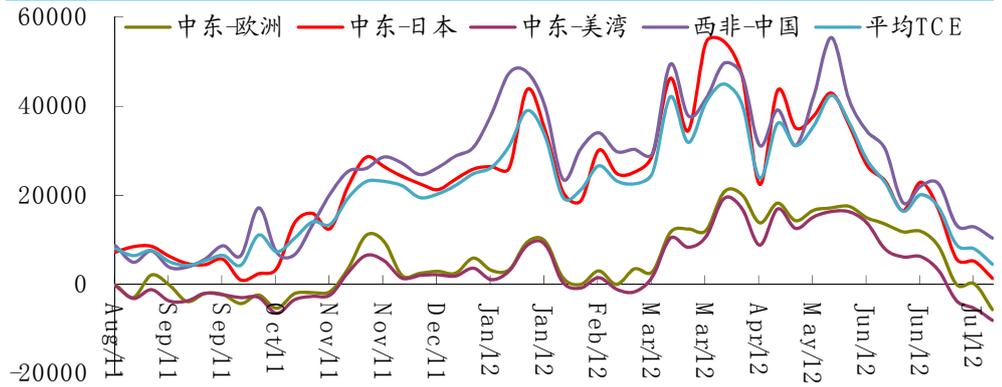
- 公司通过下属的合营企业中国液化天然气运输(控股)有限公司(简称“CLNG 公司”,招商和中远各占 50%权益),参与广东液化天然气进口项目、福建液化天然气进口项目和上海液化天然气进口项目的海上运输业务(招轮最终权益约 25%),其中广东项目投入 3 艘液化天然气专用船营运,福建项目 2 艘,目前仍有 1 艘正在建设过程中,预计将于 2012 年底投入上海项目营运。LNG 项目通过签订 25 年长期租赁合同营运,收益相对稳定,就目前货量来看,公司已运营的 5 艘船舶将稳定贡献约 600 万/月的收入。
- 公司当前仍在同其它合作者洽谈 LNG 业务,预计在未来 2 年,公司将继续加大对 LNG 的投入,其收益预计也将稳步增长。

### 1H2012 盈利环比下滑,油轮、LNG 贡献主要利润

油轮收益环比下降

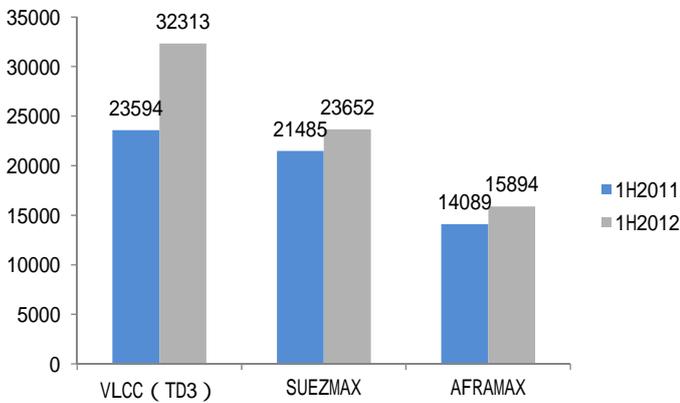
- 2012 上半年油轮市场行情总体为“冲高回落”，VLCC 最为明显，以波斯湾-日本的 TD3 航线为例，TCE 从年初的 25000 美金一路冲高至 4 月 54000 美金后逐步回落，6 月底租金回落至 15000 美金。2012 上半年 TD3 平均 TCE 约为 32312 美金/天，较去年同期 23594 美金/天上涨 37%；AFRAMAX 上半年平均 TCE 为 15894 美金/天，同比上涨 13%；SUEZMAX 平均 TCE 则同比上涨 10%，虽然运价有所上升，但通过公司调研，我们发现公司有 2-3 艘期租水平在 3 万美金/天左右的船舶在 2011 年 6-7 月陆续到期，此外公司上半年安排船舶维修，发生费用约 4000 万人民币，我们判断上半年公司油轮收益约 3000 万人民币；

图表10: VLCC(超级油轮)TCE 走势(美金/天)

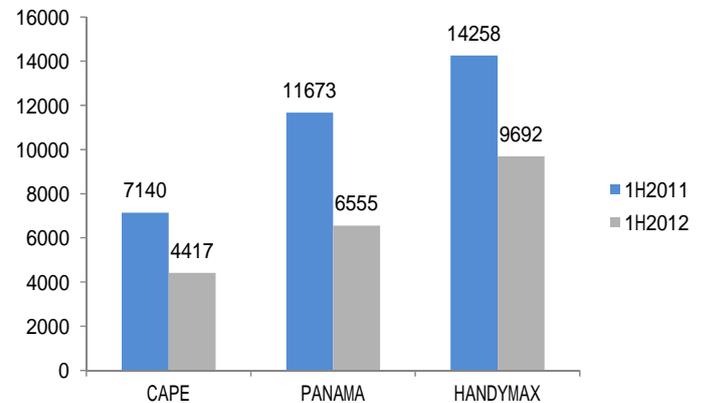


来源: 国金证券研究所, CLARKSON

图表11: 油轮船型 TCE 对比



图表12: 散货船型 TCE 对比



来源: 国金证券研究所, CLARKSON

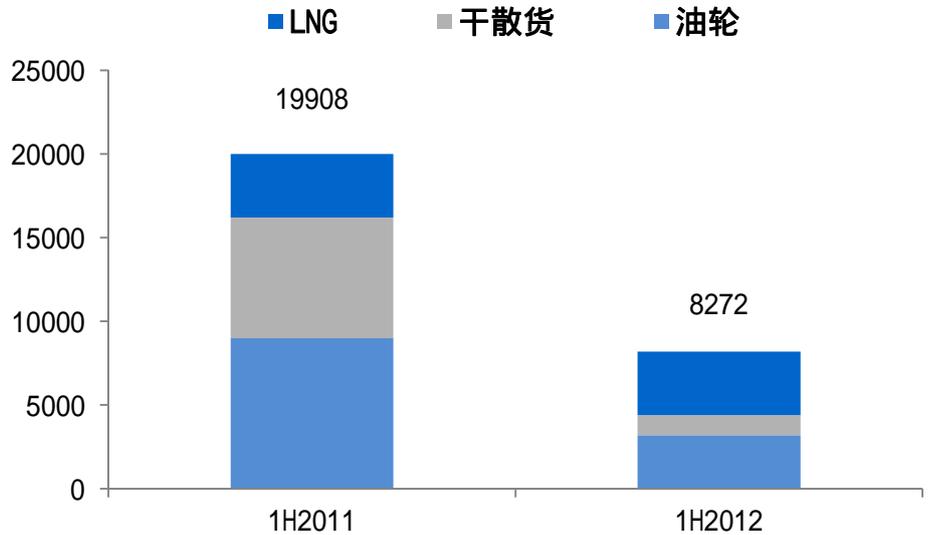
干散货好于市场平均水平

- 1H2012 干散货市场运费大幅下滑，CLARKSON 公布的 CAPE 船型 TCE 平均仅为 4417 美金，环比下跌 38%，PANAMA 船型为 6555 美金，环比下跌 44%，HANDYMAX 的 TCE 则为 9692 美金/天，下降 32%，一季度实现毛利 1300 多万，主要原因是 1) 公司 2 条 CAPE 船仍在期租合约中，租金水平高于 3 万美金/天；2) 年初 2 条在南非-中国线上运营的 CAPE 船租金水平较高，航次 TCE 平均可达 19000 美金，由于 2 季度现货市场持续低位，我们认为散货难以保持盈利，预计上半年整体盈亏在 1000 万左右。

LNG 贡献稳定收益

- 公司 5 艘 LNG 船型签署 25 年长约，收益较为稳定，预计将贡献 600 万元/月的利润，预计 1H2012 公司 LNG 的投资收益环比持平，约为 3800 万；

图表13: 1H2011 VS 1H2012 利润 (万人民币)



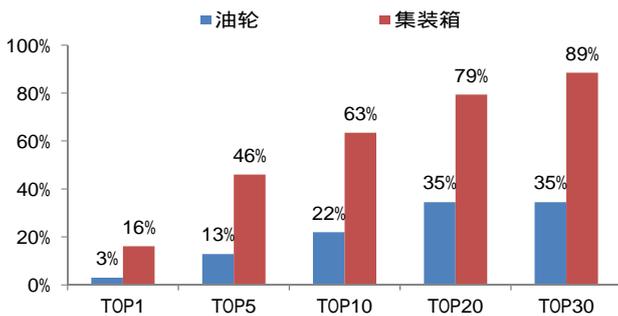
来源: 国金证券研究所, 公司上半年业绩快报

### 油运短期难复苏

#### 供需决定运费

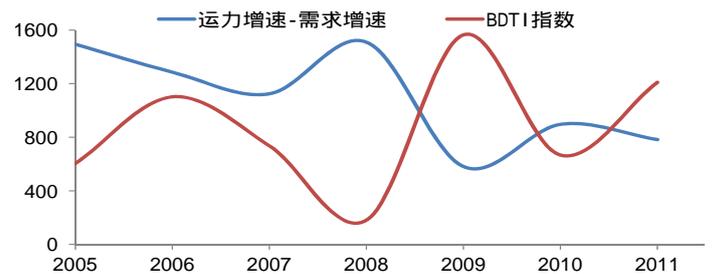
- 油运市场集中度较低，以原油运输市场为例，TOP5 竞争者运力占行业比重不超过 13%（集装箱为 46%），而上游石油化工行业是寡头垄断市场，石油公司多为行业巨头，因此油轮公司对客户的议价能力较弱，油运市场基本以供需为导向，属于完全竞争市场。

图表14: 市场集中度: 油轮 & 集运



来源: 国金证券研究所, ALPHALINER, CLARKSON

图表15: 供需面和运价的关系



- 由于市场处于完全竞争状态，从历史来看，每当供给增速大于需求增速时，运费呈下滑趋势，反之亦然，因此行业分析的关键就是判断供需。

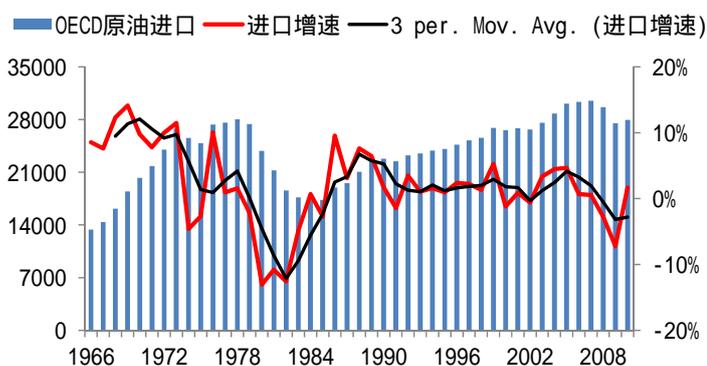
### 未来增长来自于太平洋市场

- 石油需求主要集中在欧美和亚洲地区，从主产区波斯湾、加勒比海、非洲出口至欧美的航线途经大西洋，前往亚洲则需通过印度洋和太平洋，因此，代表亚洲和欧美油运需求的“太平洋市场”（包含印度洋航线货

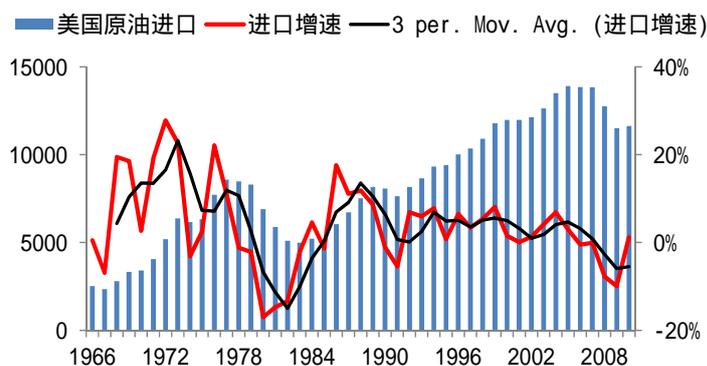
量)和“大西洋市场”就构成了油轮运输的主要市场,每年运送的货量约为全球油品海运量的95%;

- 疲软的“大西洋市场”,2004-2012年欧洲、北美油运增速为-1.2%和-4.1%,其主要原因有;1)欧美等成熟经济体对能源需求增速趋缓,导致对石油能源需求的疲软;2)美国近年来加大了对本国石油的开发,从2007年的510万桶上升至2010年的550万桶,未来10年将继续加大对海洋石油的开采,预计到2020年开采量将达到670万桶;

图表16: 1965-2010年OECD原油进口(千桶/天)



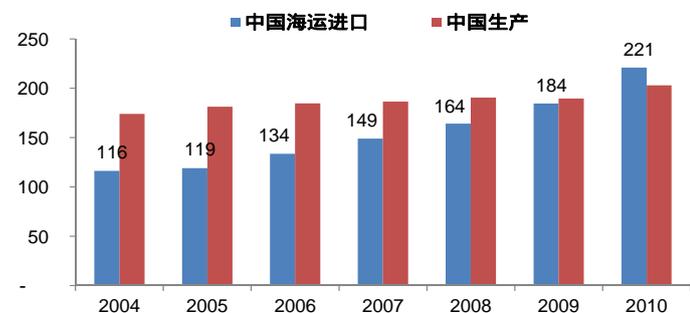
图表17: 1965-2010年美国原油进口(千桶/天)



来源: 国金证券研究所, EIA, BP

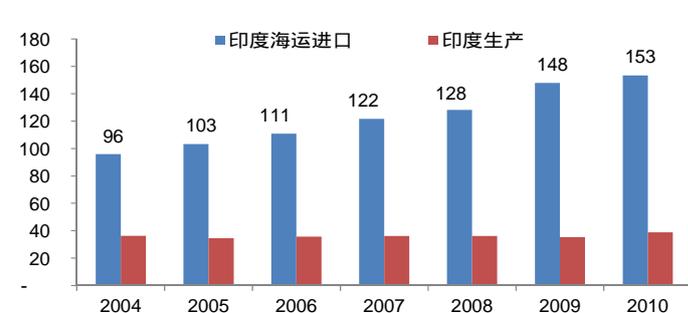
- 快速成长的太平洋航线: 中国、印度为代表的新兴经济体对石油需求在不断增加,每年需进口大量石油,2004-2012年,中国、印度原油进口增速平均为11%和8%,2012年1-4月中国累计进口原油9286吨,同比增速达8.9%;预计将持续拉动太平洋市场运量增长。

图表18: 中国原油产量 & 海运进口量(百万吨)



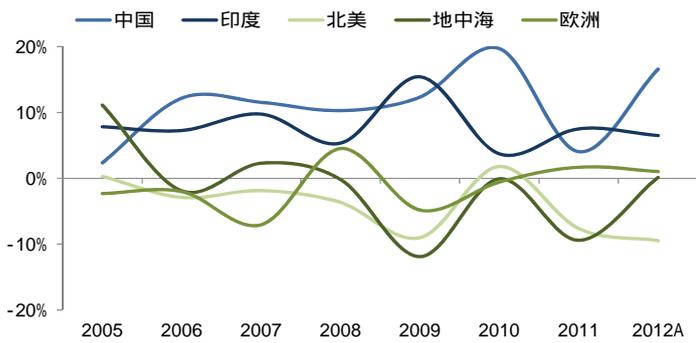
来源: 国金证券研究所, EIA, BP

图表19: 印度原油产量 & 海运进口量(百万吨)



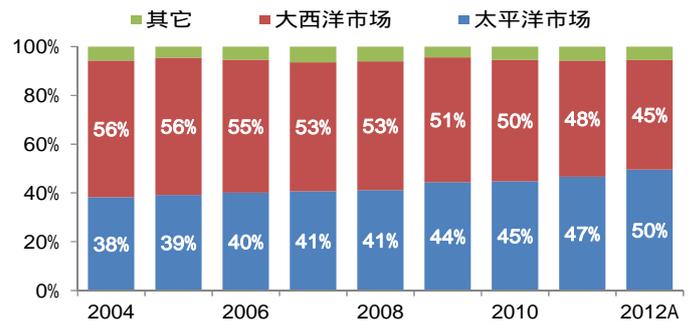
- 预计到2012年底,太平洋市场和大西洋市场原油运量预计将分别达到9.3和8.4亿吨,而未来这一差距很可能会继续扩大。

图表20: 2005-2012年原油进口需求增速



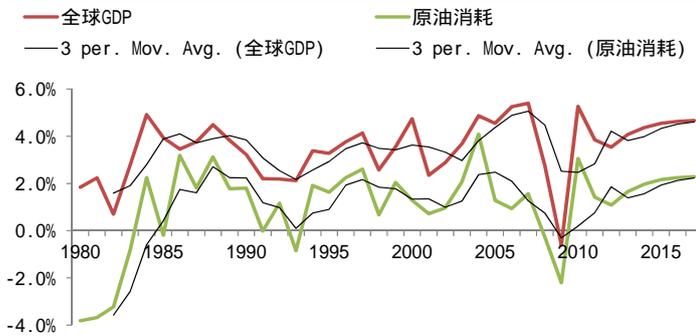
来源: 国金证券研究所

图表21: “大西洋” & “太平洋”市场份额



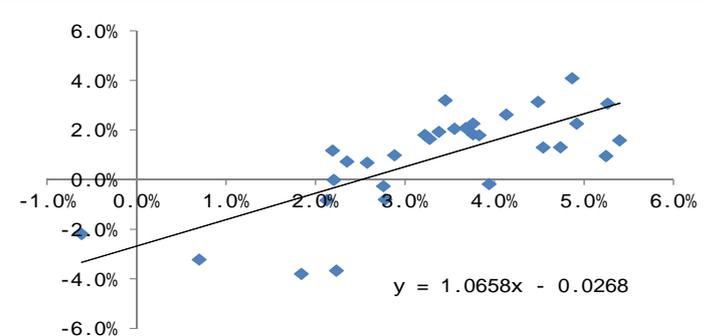
- 数据表明全球 GDP 增长和油品消费量呈线性关系，而油品消费量又和海运量同样呈正相关。

图表22: 全球 GDP 增速和原油消费增速



来源: 国金证券研究所, IMF, EIA

图表23: GDP 增速和原油消费增速成线性相关



- 我们以 IMF 对世界经济增速展望为基础，对 2012-2015 年全球油品海运量进行测算：
  - 原油方面，欧美经济的低增速和对石油能源依存度的下降使得大西洋市场运量以 2-3% 左右的速度下降，而太平洋市场运量则在中国、印度、东盟等国家和地区的需求带动下继续保持 9% 左右的增长；全球原油海运量增速则保持在 3-4%；

图表24: 全球原油海运量预测表 (2012-2015 年)

百万吨	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
全球 GDP 增速 (IMF 预测)	3.9%	3.5%	4.1%	4.4%	4.5%
全球原油海运量	1836	1876	1939	2016	2097
增速		2%	3%	4%	4%
太平洋市场权重	47%	50%	53%	56%	58%
太平洋市场运量	856	930	1019	1109	1197
增速		9%	10%	9%	8%
大西洋市场权重	48%	45%	42%	40%	37%
大西洋市场运量	875	843	818	801	785
增速		-4%	-3%	-2%	-2%
其它市场权重	6%	6%	5%	5%	5%
其它市场运量	104	103	103	106	115

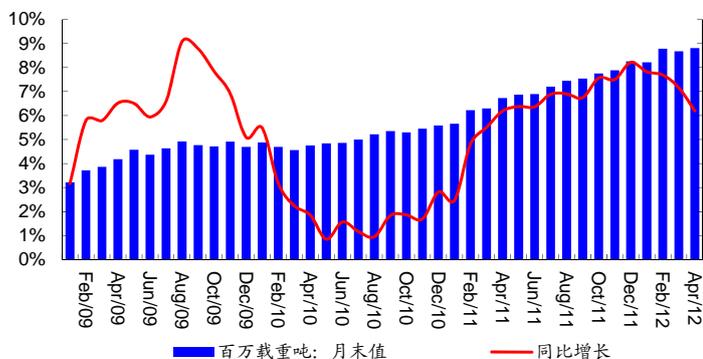
来源: 国金证券研究所, IMF, CLARKSON

油轮供给逐年递减

- VLCC

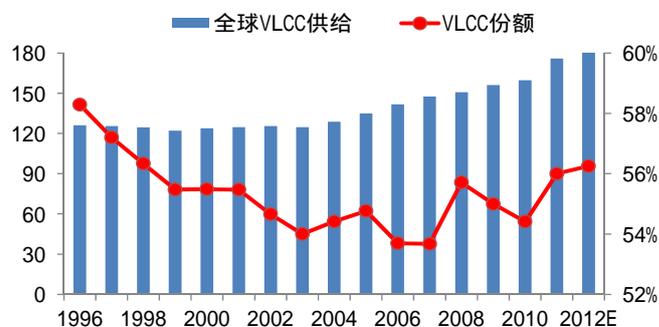
- VLCC 载重能力约为 20-35 万吨（相当于 200 万桶原油），适用于长距离运输，因船型大、载重能力强、规模优势明显，近年来得到快速发展，据 CLARKSON 统计，全球运营的 VLCC 船舶从 1996 年的 432 艘增至目前的 587 艘，运力从 1.25 增至 1.8 亿载重吨，约占全球原油运力的 56%。

图表25: 全球 VLCC 运力 (百万吨)



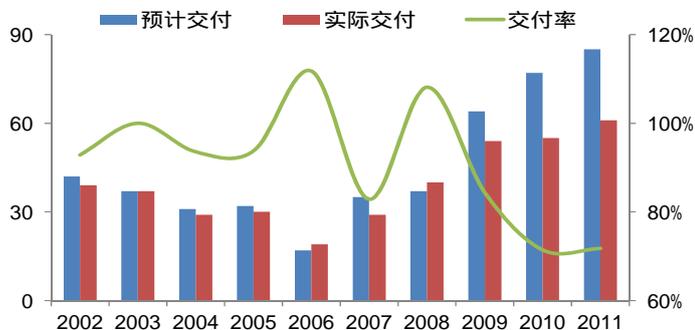
来源: 国金证券研究所, CLARKSON

图表26: VLCC 占全球原油运力比重 (百万吨)



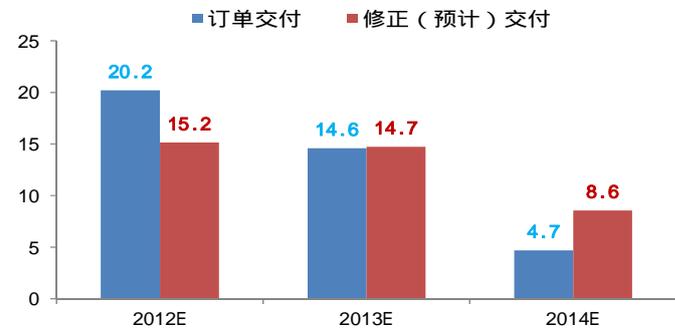
- 截止 2012 年 5 月，VLCC 订单约为 116 艘，合计 3500 万载重吨，占现有 VLCC 运力的 20%，根据交船日期，2012-2014 年将有 2020（1-5 月已交付 660 万吨）、1460、470 万载重吨交付下水，但通过观察历史数据，我们发现行业在低谷期间的交付率较低（如 2010-2011 年的实际交付率仅有 71%），部分船舶将取消或推迟交付，因此我们将 2012-2014 运力交付修正为 1515、1474、856 万载重吨。（假设每年 75% 交付率）

图表27: VLCC 预计交付和实际交付 (艘)



来源: 国金证券研究所, CLARKSON

图表28: VLCC 订单交付和预测的实际交付



- 结合运力交付和拆船后的运力预测:

图表29: 2012-2014 年 VLCC 运力预测 (百万吨)

VLCC(百万吨)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
订单交付			20.2	14.6	4.7
实际交付	16.	18.8	15.2	14.7	8.6
拆解	3.5	3.3	4	4	4
净运力投放	13.4	15.5	11.2	10.7	4.6
年底运力	163.3	176.0	187.2	197.9	202.5
运力增速		7.8%	6.3%	5.7%	2.3%

来源: 国金证券研究所, CLARKSON

- SUEZMAX

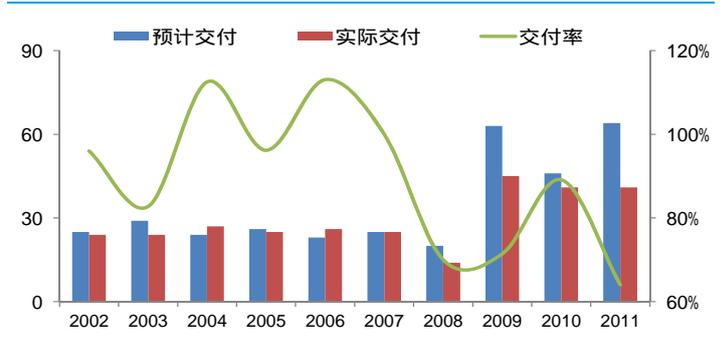
- 苏伊士型油轮 (SUEZMAX)：船舶以通过苏伊士运河 (Suez Canal) 最大上限设计，载重吨约为 15 万吨左右，又称“百万桶油轮”，截止 2012 年 5 月，全球共有 449 艘，合计运力 6900 万吨，其中包含成品油轮 (LR2) 约有 11 条，150 万载重吨。
- 在营船舶中 20 年以上老船约占 3%，15 年以上船龄运力占比 11%；新船订单共 116 艘，载重吨为 1785 万，约为现有运力的 26%；此外，濒临淘汰的单壳苏伊士油轮有 5 条，运力合计 75 万吨。

图表30：苏伊士轮船龄分析

船龄	艘	运力 (万吨)	运力占比
<5 年	190	2989	42%
5-10	126	196	28%
10-15	85	1272	18%
15-20	41	595	8%
>20	14	194	3%
合计	456	7037	100%

来源：国金证券研究所，CLARKSON

图表31：苏伊士油轮预计交付和实际交付 (艘)



图表32：2012-2014 年苏伊士油轮运力预测 (百万吨)

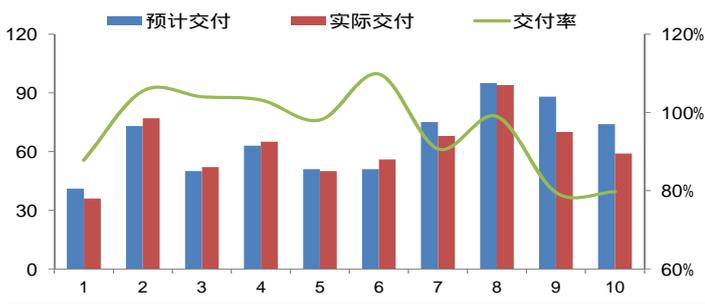
苏伊士轮(百万吨)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
订单交付			10.52	7.36	1.65
修正 (预计) 交付	6.4	6.6	7.9	7.5	3.8
拆解	1.9	1.1	2.2	1.7	1.7
净运力投放	4.5	5.5	5.7	5.8	2.1
年底运力	63.3	68.8	74.5	80.3	82.4
运力增速		8.7%	8.3%	7.8%	2.6%
其中原油船型运力	61.7	67.2	72.9	78.6	80.7
增速		8.9%	8.5%	8.0%	2.7%
成品油船型	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
增速		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

来源：国金证券研究所，CLARKSON

■ AFRAMAX

- 阿芙拉型 (AFRAMAX)：又被称为“运费型油轮”，载重一般在 90000-120000 吨，该船型可以方便的进入北美的大多数港口，经济性良好，并且对冰区有很好的适应性。截止至 2012 年 4 月，全球共有阿芙拉油轮 915 艘，合计运力 9700 万吨，其中成品油轮约为 2600 万吨；
- 目前全球在营船舶中 20 年以上老船约占 5%，15 年以上船龄运力占比 14%；新船订单共 80 艘，载重吨为 880 万，约为现有运力的 9%；此外，单壳阿芙拉油轮仅 16 条，运力合计 147 万吨。

图表33: 阿芙拉油轮预计交付和实际交付(艘)



来源: 国金证券研究所, CLARKSON

图表34: 阿芙拉油轮船龄分析

船龄	艘	运力(万吨)	运力占比
<5年	354	3895	40%
5-10	280	3018	31%
10-15	134	1405	14%
15-20	93	906	9%
>20	53	493	5%
合计	914	9718	100%

- 阿芙拉油轮过去 10 年的平均交付率约为 96%，通过订单和船龄的分析，我们发现该阿芙拉油轮未来 2-3 年运力增速低于其它船型。

图表35: 2012-2014 年阿芙拉油轮运力预测(百万吨)

阿芙拉轮(百万吨)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
订单交付			5.29	2.73	0.88
修正(预计)交付	7.5	6.5	5.1	2.6	1.7
拆解	1.7	2.6	3.5	3	3
净运力投放	5.8	3.9	1.6	-0.4	-1.3
年底运力	93.2	97.1	98.7	98.3	97.0
增速		4.2%	1.6%	-0.4%	-1.3%
其中原油船型运力	69.2	71.1	71.6	70.5	68.8
增速		2.7%	0.7%	-1.5%	-2.4%
成品油船型	24.0	26.0	27.1	27.8	28.2
增速		8.3%	4.2%	2.6%	1.4%

来源: 国金证券研究所, CLARKSON

短期徘徊于底部, 拐点或现于 2014 年

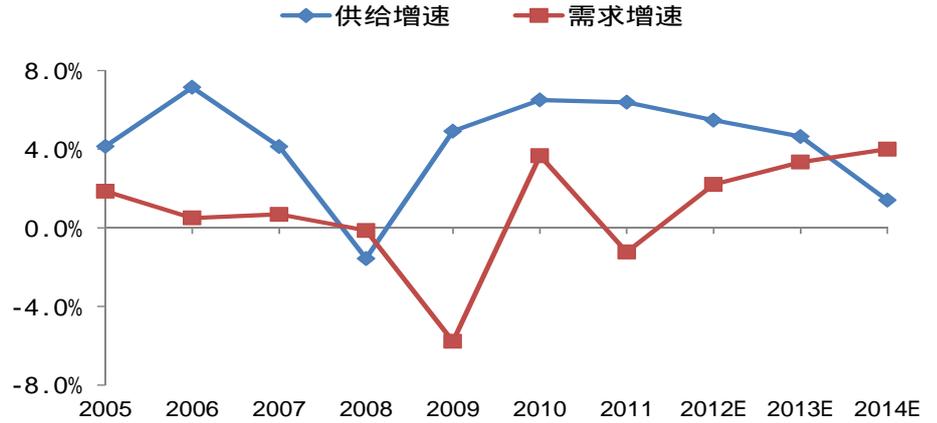
- 短期难以乐观: 2012 年运力交付都明显快过于需求增速, 其中原油运输需求增速约为 2.2%, 运力供给则为 5.5%;

图表36: 2004-2014 年原油运输市场供需

(百万吨)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
VLCC	128.8	135	141.8	147.6	150.8	156.2	163.3	176.0	187.2	197.9	202.5
SUEZMAX	45.3	47.2	52.5	54.8	48.7	53.3	61.7	67.2	72.9	78.6	80.7
AFRAMAX	51.8	53.8	58.7	62.1	61.2	65.4	69.2	71.1	71.6	70.5	68.8
PANAMA	10.8	10.6	11.2	10.6	9.9	9	8.4	7.6	7.9	8.2	8.2
运力合计	236.7	246.5	264.1	275	270.7	284	302.6	321.9	339.5	355.2	360.2
运力增速	-	4.1%	7.1%	4.1%	-1.6%	4.9%	6.5%	6.4%	5.5%	4.6%	1.4%
太平洋市场	707	739	758	774	783	796	833	856	930	1019	1109
大西洋市场	1,037	1,059	1,033	1,010	1,005	919	924	875	843	818	801
其它市场	105	85	101	121	114	78	102	104	103	103	106
需求合计	1848	1883	1892	1905	1903	1793	1858	1836	1876	1939	2016
需求增速	-	1.9%	0.5%	0.7%	-0.1%	-5.8%	3.7%	-1.2%	2.2%	3.3%	4.0%

来源: 国金证券研究所

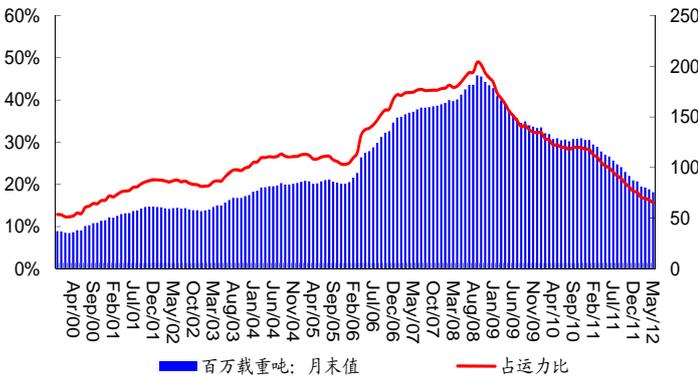
图表37: 2005-2014E 原油供需增速



来源: 国金证券研究所

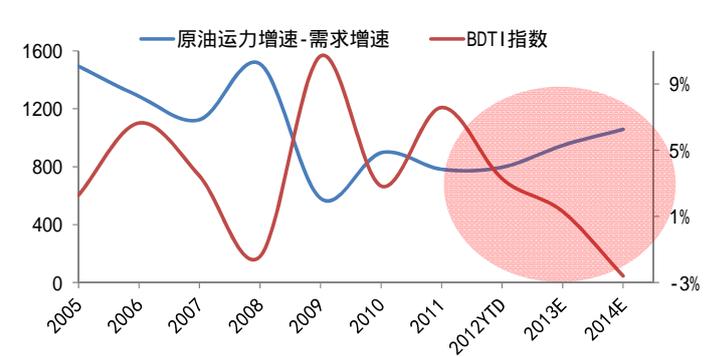
- 2014 年或迎来改观:** 大周期来看, 订单运力不断下降和 2011-2012 年较低订船水平将使得供给在 2013 年之后有较大幅度下滑, 于此同时, 全球油轮需求在太平洋市场的带动下仍能保持 3-4 个点增长, 供需增速差将不断收窄, 预计在 2014 年出现负值。从历史来看, 运价和上述“增速差”进有明显的负相关, 相关系数为-0.755, 我们判断油轮行业有望从 2013 下半年开始逐步改观。

图表38: 油轮订单运力



来源: 国金证券研究所

图表39: BDTI 指数同“供需增速差”的关系

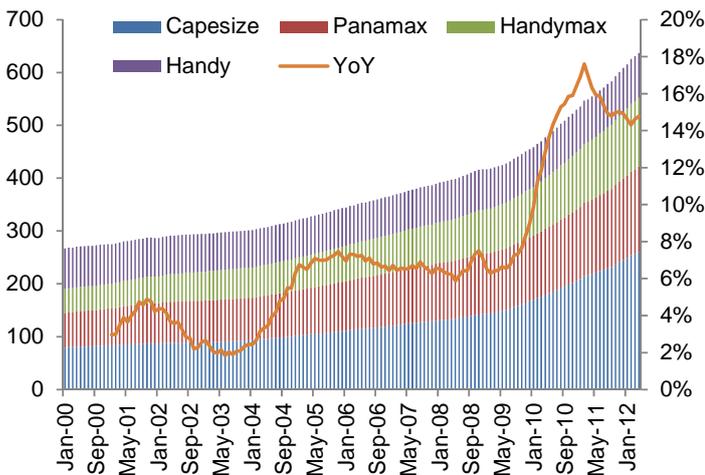


## 散货运输陷入长时间消化产能阶段

### 行业供求失衡

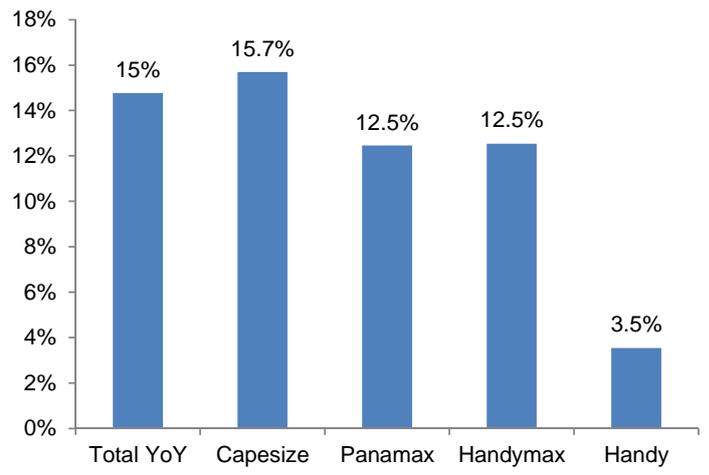
- 目前运力过剩的基本面未发生变化; 根据 Clarkson 截至 5 月份的统计, 散货船整体运力达 6.43 亿吨, 同比增速达 14.8%, 其中, 前期被市场热捧的 Capesize 船增速最快达到 18.5%, 而 Handy 增长最慢仅为 4.1%;
- 当前运力过剩包括两个方面, 首先是总量过剩, 直观表现为船队规模过大, 另外运力结构方面, 大型船舶 (如 Capesize 以及 VLOC) 占比增大、增速快, 对于铁矿石、煤炭等细分货运市场而言将会是沉重负担;

图表40: 散货船舶运力供给增速在 15%左右



来源: 国金证券研究所, Clarkson

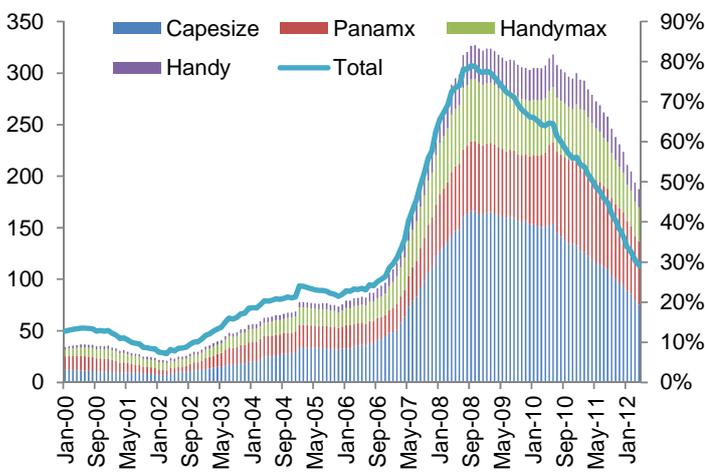
图表41: 截至 5 月主要船型运力增速



### 在手订单依旧庞大

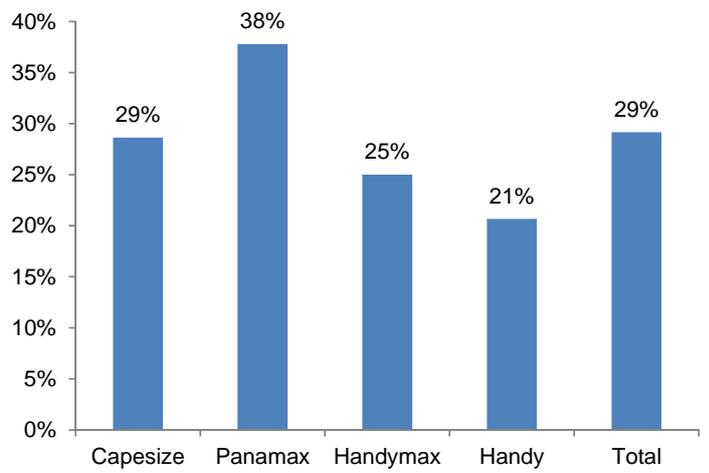
- 订单运力伴随新船交付逐步下滑, 但规模仍保持当前运力的 29%, 尽管当前低迷市场下船东撤船等违约的可能性逐步升高, 但预计未来交付的船舶依会给行业带来压力。
- 目前各船型订单占比普遍在 20-30%左右的水平, Panamax 订单占比最高, 达到 38%; ;

图表42: 订单量持续下行



来源: 国金证券研究所, Clarkson

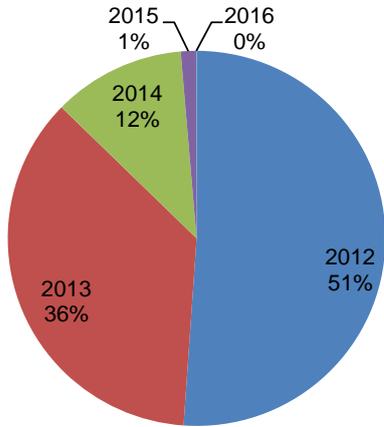
图表43: 截至 5 月主要船型订单占比



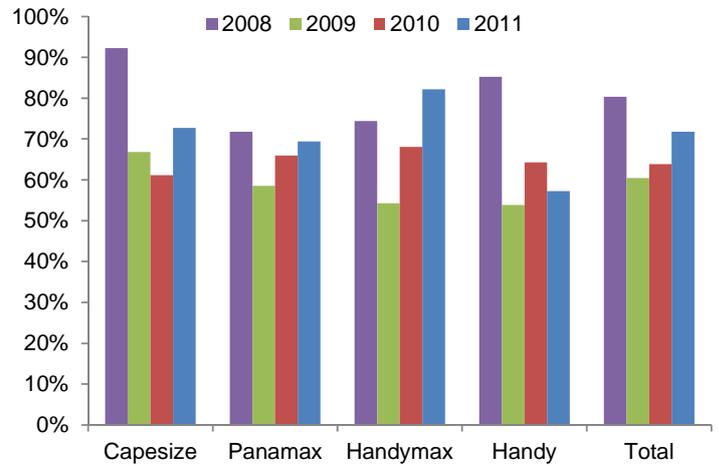
- 目前订单预计将主要在今明两年交付, 特别是 12 年, 计划交付量占订单比重超过 50%, 若全部交付, 则全年运力增长又将会在 20%以上, 尽管 11 年交付率为 09 年以来新高, 超过 70%, 但综合订单构成以及市场情况判断, 12 年实际交付率不会达到去年水平, 预计 65-68%, 甚至更低;
- 11 年的较高交付量主要和“积压”订单比例过高有关, 这部分订单主要是指 08 年金融危机前签订的订单, 在金融危机爆发后, 船舶交付日期已被船东延后 1-2 次, 由于后续新接订单数明显减少, 船厂整体订单规模持续缩水, 上述船舶再次拖延交付难度较大, 因此交付率偏高, 估计可能在 90%以上;
- 我们发现 2011 年, 上述延后交付运力比重占比达 50%左右, 若假设该部分交付率在 90%以上, 则 09 年之后订单交付率仅为 52%; 由于

危机前运力已被大量交付，我们认为 09 年后订单的较低交付率将使得 2012 年整体交付率下降，预计在 65-68%之间；

图表44: 散货船现有订单预计交付分布

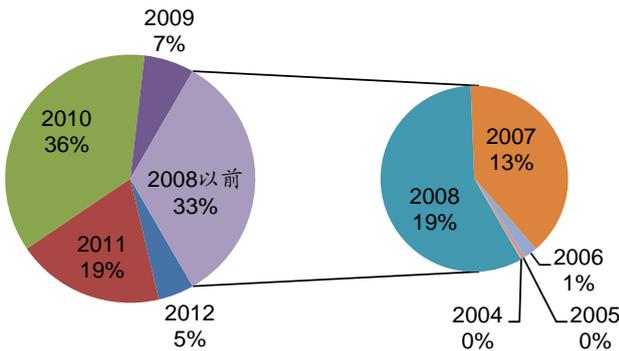


图表45: 11 年交付率创 09 年以来新高\*

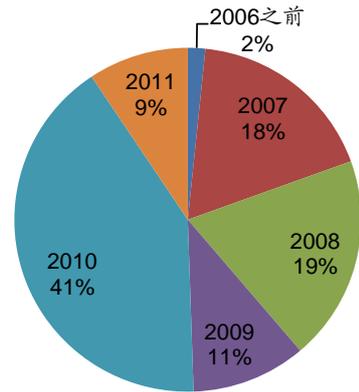


来源: 国金证券研究所, Clarkson \*交付率: 实际交付量%年初计划交付量,

图表46: “积压” 订单下降至 33%



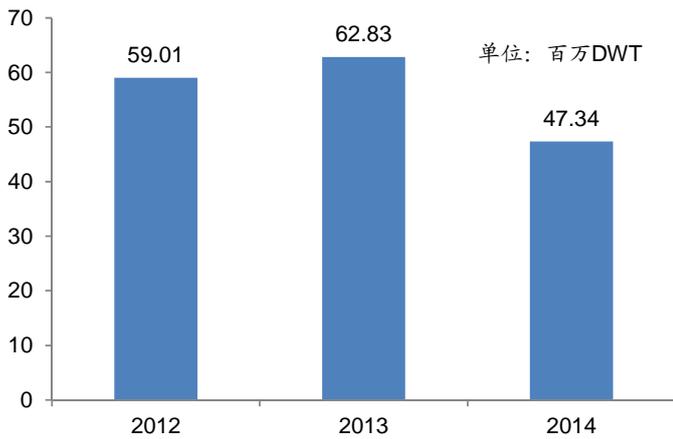
图表47: 2012 年计划交付船舶订单签订年份分布



来源: 国金证券研究所, Clarkson

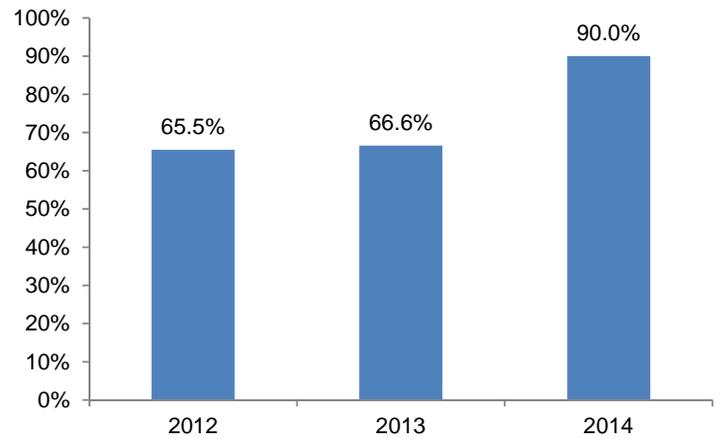
- 09 年之后订单延迟交付，预计使得交付量更加的平均，但随着时间推移，该部分订单推迟交付的难度也会增大，交付率逐渐提升，在 15 年之前 95%以上现有订单将实现交付。
- 12-14 年交付量分别为 5901 万（5 月之后）、6283 万、4734 万，交付率分别为 65.5%、66.6%、90%。

图表48: 5月底持有订单预计交付情况



来源: 国金证券研究所, Clarkson

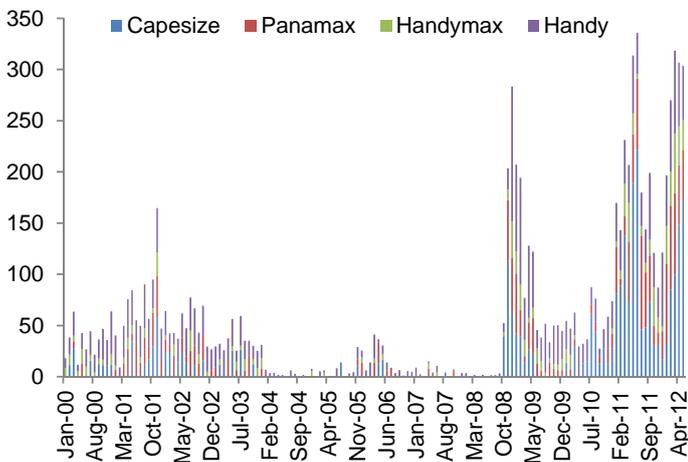
图表49: 5月底持有订单未来交付率



### 拆解提速难以缓解 2012 运力增长

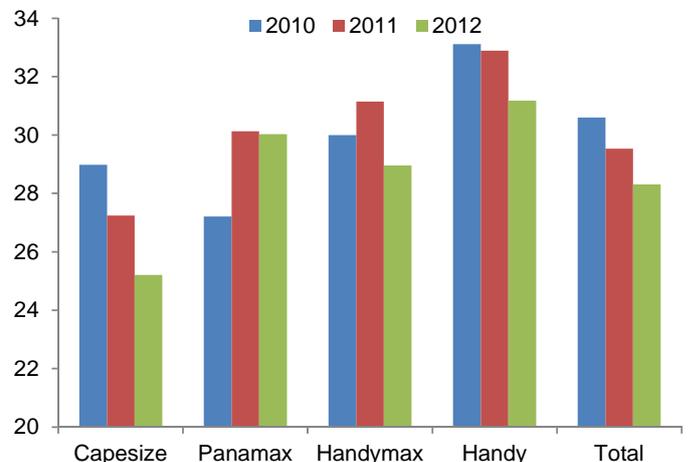
- 11 年的市场低迷加大了船东拆解老船的力度, 而当下市场复苏前景渺茫, 悲观情绪进一步蔓延, 未来船舶拆解有望提速, 2012 年 1-5 月累计拆解船舶载重吨同比增加 31%, 其中 Panamax 与 Handymax 等前期拆解量偏少的船型上涨幅度均在 1 倍以上;
- 拆解提速不仅指船舶拆解量的增大, 被拆解船舶“年轻”化也是重要体现, Clarkson 数据显示近三年拆解船舶平均年龄呈递减态势, 其中 Capesize 表现最为明显, 2012 年拆解船龄平均为 25 年, 较 10、11 两年分别下降 2、4 年;

图表50: 船舶拆解量大幅增加



来源: 国金证券研究所, Clarkson

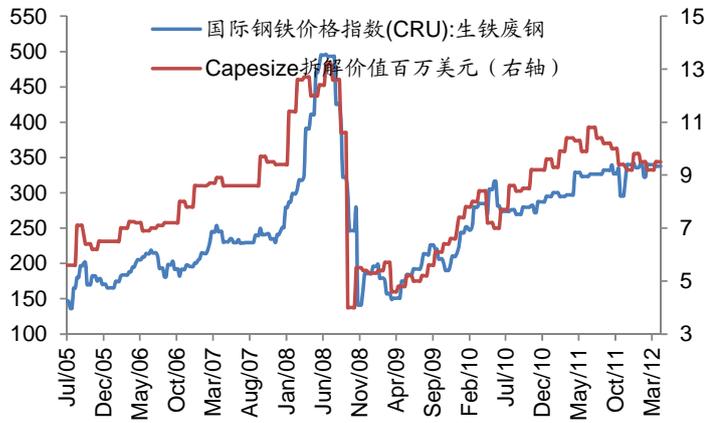
图表51: 各主要船型拆解平均船龄呈现“年轻化”态势



- 我们认为未来船舶拆解仍将保持较快增长的态势, 其主要因素仍是恶劣供需环境下的低收益水平, 部分处于亏损中的船东为了减少成本支出, 维持经营现金流, 会将部分老旧船舶提前拆解;
- 拆船价格的“坚挺”也进一步坚定船东拆解的决心; 受国际废钢价长期稳定增长的影响, 船舶拆解价格呈上升态势, 而同期新船和二手船价却一直处于下降通道中, 4 月 Capesize 船舶拆解价值已达 950 万美金, 而同期新造船价格继续滑落至 4650 万美金, 5 年船龄二手船则已回落至新船造价的 80% 左右; 10-15 年老船价格因物理折旧、燃油经济性差等因素有更大的折让, 预计拆解价同老船二手价的快速收窄将引发拆解船龄下移 2 年左右;

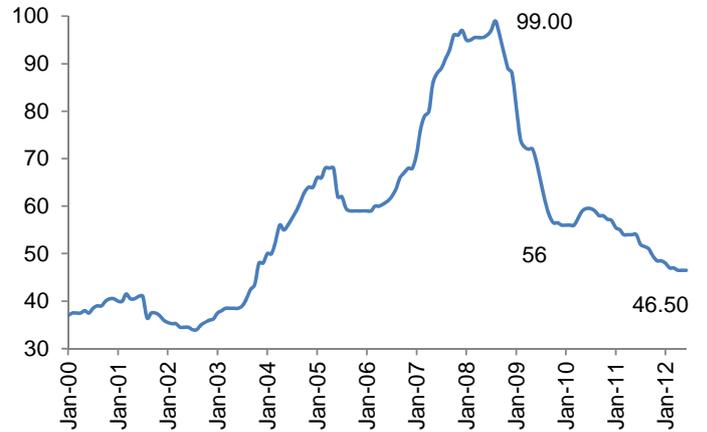
- 与新造船与二手船交易市场不同，船舶拆解价格主要受废钢价格影响，传统上船舶拆解价格作为残值约为船价 10%左右，但近期随着船舶造价回落、拆解价上升，该比例大幅提升至 20%以上的水平，这意味着部分老龄船舶作为二手船舶出售取得的收入较拆解收入还低，加上经营方面的压力，将迫使船东作出拆解的决定。

图表52: 国际废钢价格走势推升拆船价格



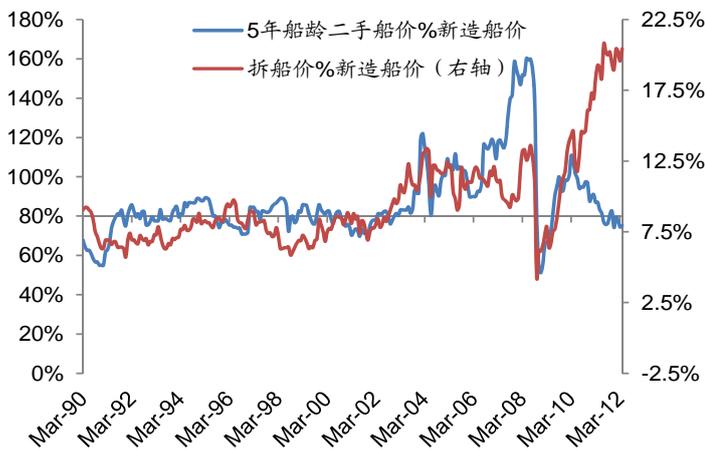
来源: 国金证券研究所, Clarkson, Wind 资讯

图表53: Capesize 新造船价格持续呈现下滑态势



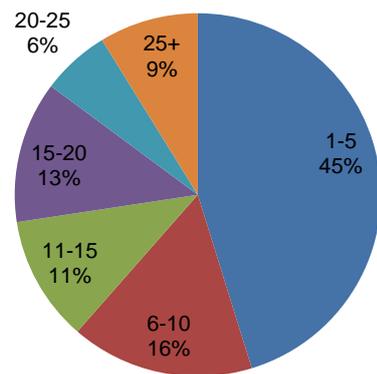
- 目前 25+, 20-25, 15-20 船龄的船舶分别占运力比例达到 9%、6%、14%，假设上述船舶占比分别为 70%、50%、10%的船舶在未来 3 年内拆解，平均每年拆解比例达到 3%，我们认为 12 年整体拆解率有望达到 5-6%左右，快于 11 年 3.7%的拆解比例；
- 截至 5 月份，运力较 11 年底增长 5%左右，其中运力交付 7.4%，拆解运力占 2.3%，后续预计交付在 10%左右，拆解 5-6%，则全年运力增速在 12%，供给压力依然严峻；

图表54: 船舶拆解价值占比呈现明显提升的态势

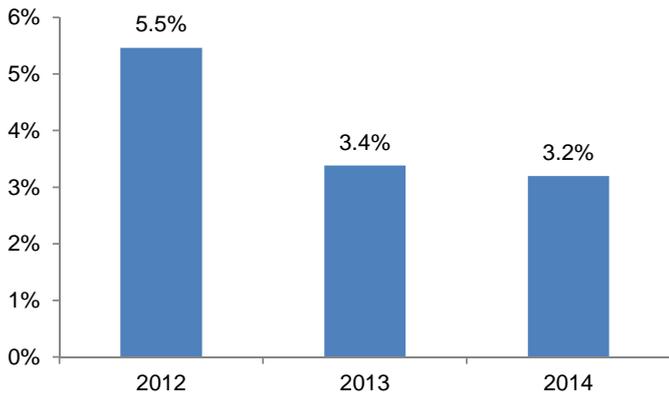


来源: 国金证券研究所, Clarkson

图表55: 散货船队现有运力船龄分析

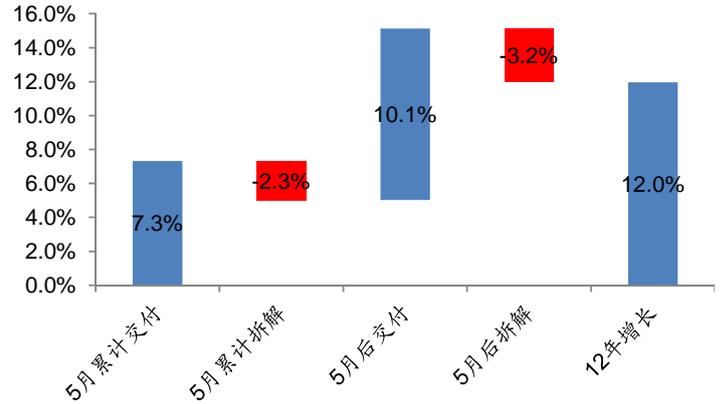


图表56: 预计拆解率变动情况



来源: 国金证券研究所, Clarkson

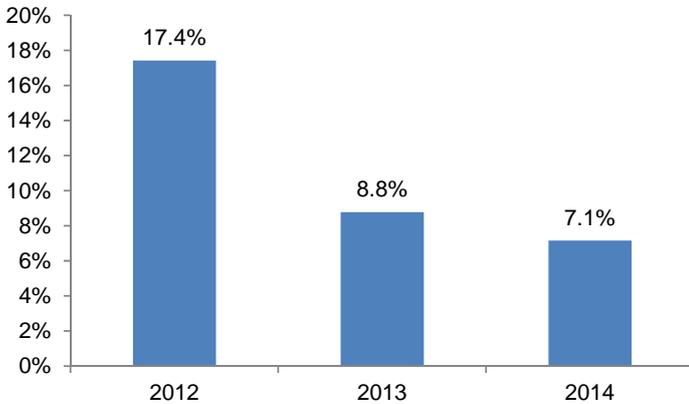
图表57: 12年运力增长情况



### 2013年运力增速有所放缓

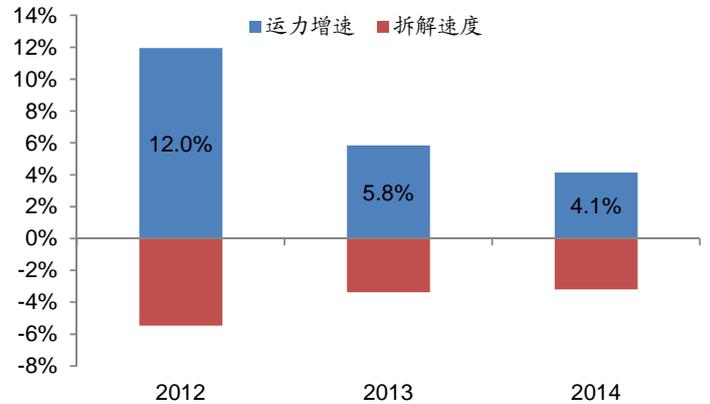
- 不考虑船舶拆解, 现有订单交付将使 12-14 年运力增速保持 17.4%, 8.8%, 7.1%增速, 供给端压力依然十分巨大, 在此条件下, 供需关系改善的可能性不大, 但 13 年运力交付量占比出现一定的下滑;
- 受到需求不足影响, 运力拆解量将有所增加, 综合作用下 12-14 年运力增速可能分别达到 12%, 5.8%, 4.1%, 13 年之后运力增速出现明显的下行, 甚至 14 年增速低于 5%;
- 需要注意的是, 决定行业走势的核心依然来自需求, 需求的恢复较好时, 船舶拆解降速, 船舶交付率提升, 新接订单增加等都保证运力投放, 反之则会加速去运能化过程, 需求恢复情况对最终供给情况产生一定的影响;

图表58: 不考虑船舶拆解情况下运力增速



来源: 国金证券研究所, Clarkson

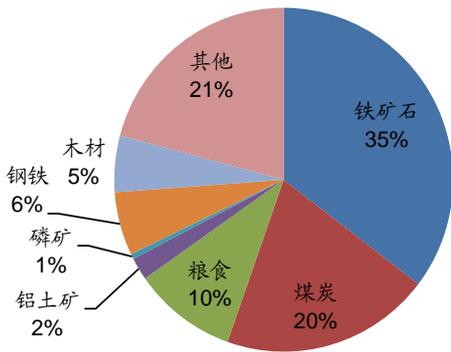
图表59: 预计运力增速情况



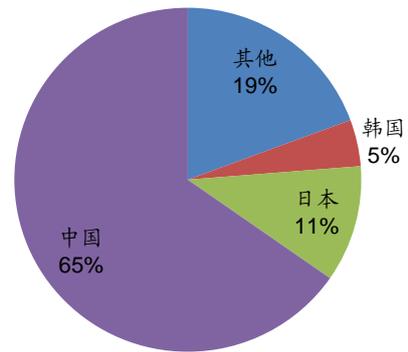
### 需求中短期难以好转

- 铁矿石、煤炭运输权重较大: 从运输货种来看, 散货运输主要承接大宗商品与物资为主, 铁矿石与煤炭是其中最为重要的货种, 合计占比达到 55%, 其中铁矿石下游主要为钢铁, 主要依赖投资驱动, 承运船型主要为 Capesize; 而煤炭下游为电厂、钢厂等, 是重要的能源、化工原料, 经济的增长会拉动煤炭运输需求, 承运船型主要以 Panamax 为主; 两种船型在 BDI 指数计算权重中各占 1/3;

图表60: 2011年世界海运量占比(分货种)



图表61: 10年世界主要铁矿石进口国分布

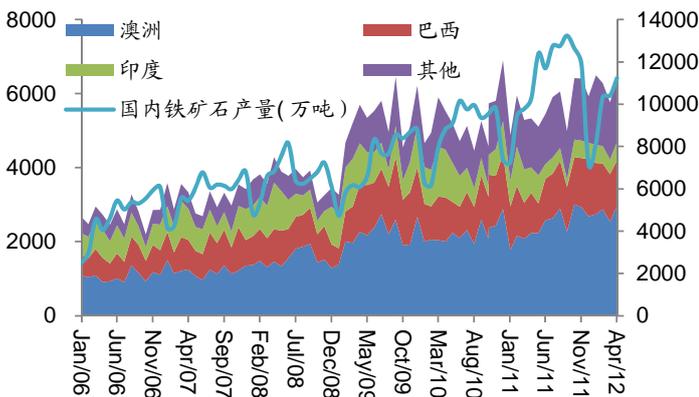


来源: 国金证券研究所, Clarkson, Wind

■ 铁矿石、煤炭需求增速下行

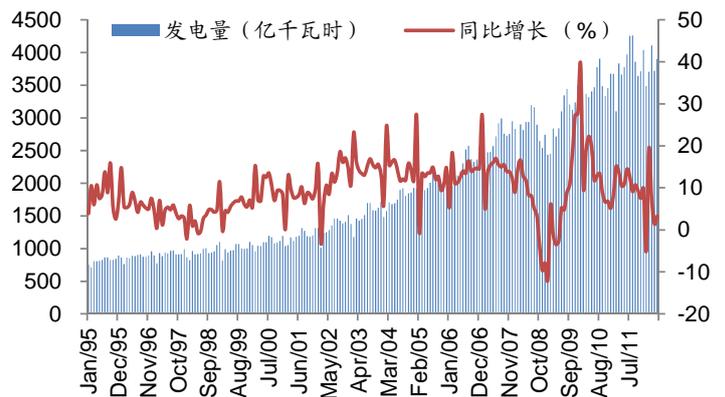
- 短期 2012年 1-5月中国进口铁矿石量增速在 9%左右, 这建立在去年上半年基数偏低的基础上; 而作为拉动我国煤炭需求主要动力的发电量也明显处于较低水平, 前 5个月平均增速仅为 4.8%, 在下游电煤需求不旺态势下, 目前拉动煤炭进口的主要原因是国内外煤炭价格倒挂。

图表62: 中国铁矿石进口量增速偏慢



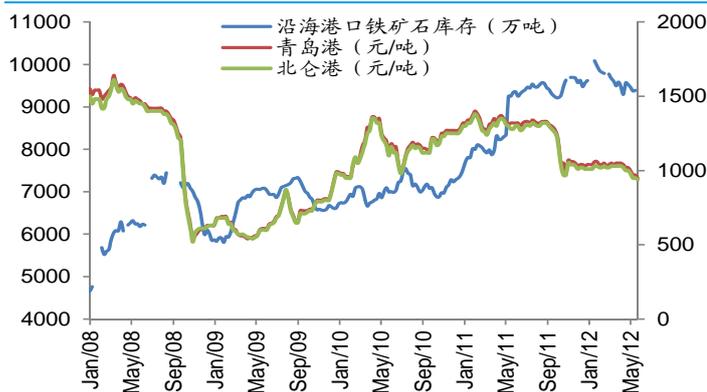
来源: 国金证券研究所, Wind 资讯

图表63: 我国发电量增速处于较低水平



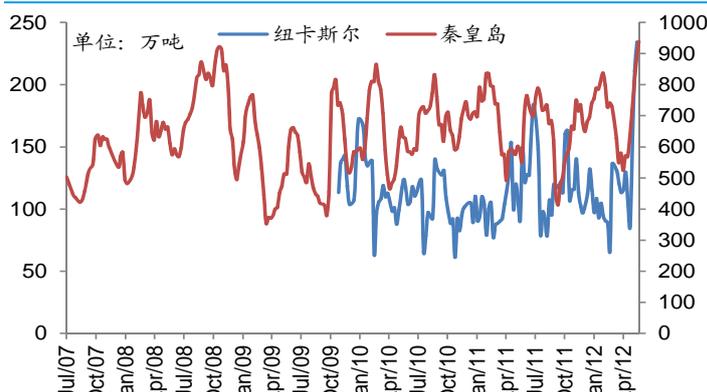
- 而对于我国将要进行的经济刺激政策, 我们认为目前去产能化尚未完成, 房地产存量高企, 再次进行大规模投资的可能性较低, 刺激的强度与规模不可能与 08年的 4万亿计划相比拟, 据此预计未来经济缓慢恢复的可能性较高, 受此影响下游对于矿石、煤炭等的需求整体上或呈现小幅回升的情况, 而不会大幅改善;
- 目前铁矿石、煤炭等的库存量均保持在较高水平, 在市场需求缓慢恢复的形态下, 出现实际需求量迅速提升可能性不大; 实际需求与运输量之间的关系改善将是相对缓慢的过程, 在此过程中, 高库存的存在将会对运输量以及价格产生较强的压制作用, 运价很难出现提高;

图表64: 港口铁矿石到岸价格与库存情况



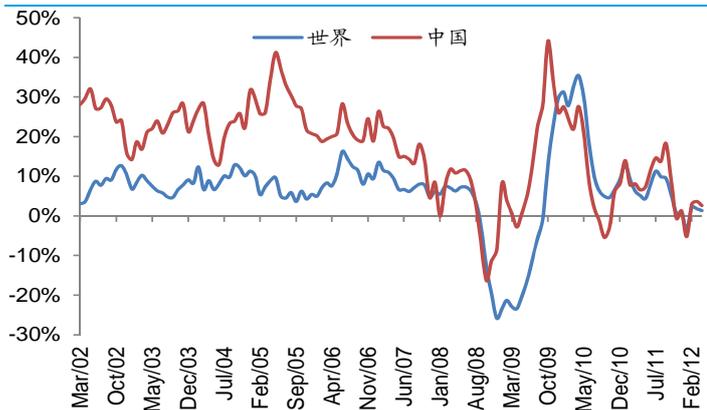
来源: 国金证券研究所, Wind 资讯, Bloomberg

图表65: 国内外主要港口存量处于高位



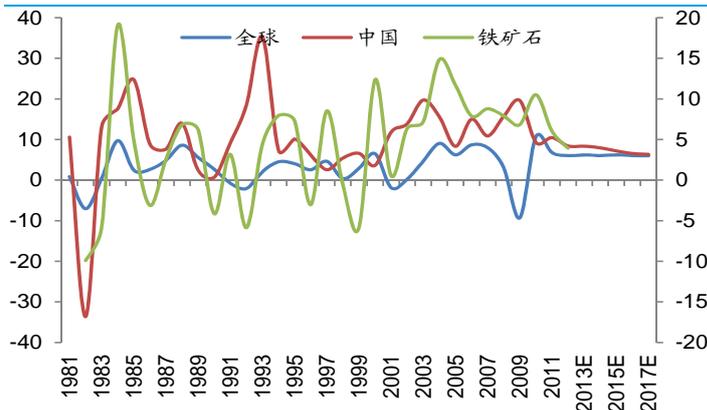
- 即使长期来看, 未来铁矿石需求也难以维持前几年的高速增长, IMF 预测中国经济增速将维持在 8.4%-8.8% 左右的水平, 投资占比也呈下滑趋势, 受此影响, 铁矿石海运需求将出现滑落, 低于 5% 的增速极有可能是常态水平;

图表66: 钢铁产量增速出现明显的下滑



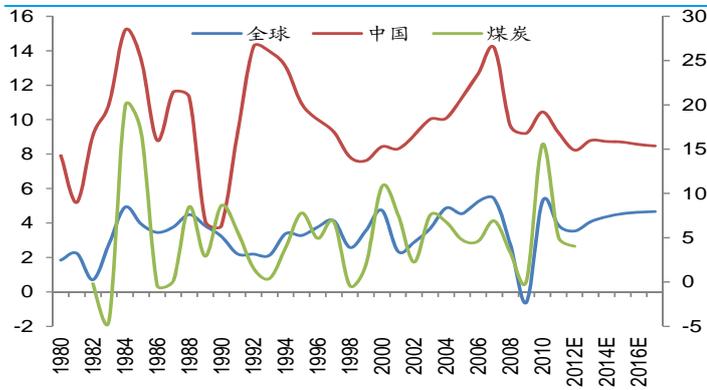
来源: 国金证券研究所, Wind, Bloomberg

图表67: 固定资产投资增速与世界铁矿石海运量增速



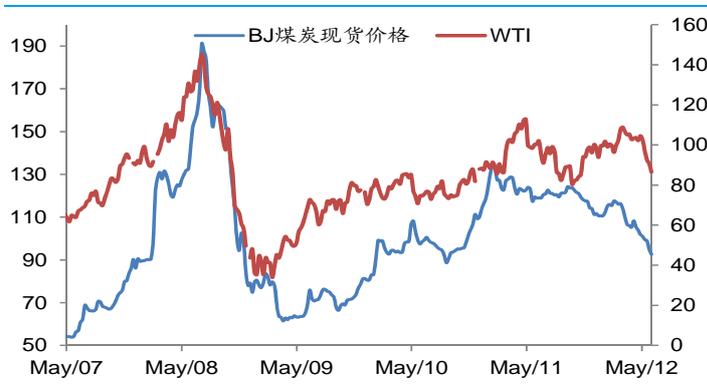
- 驱动煤炭需求的核心还是经济增长, IMF 预测 13 年之后未来世界经济增速在 4-4.6% 左右, 逐步放缓, 在此基础上, 预计煤炭需求基本与经济增速同步, 保持 5% 左右增长;

图表68: GDP 增速与世界煤炭海运量增速



来源: 国金证券研究所, IMF, Clarkson, Bloomberg

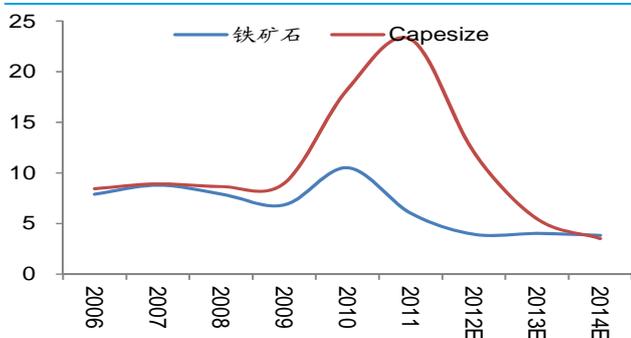
图表69: 油价与煤炭价格走势



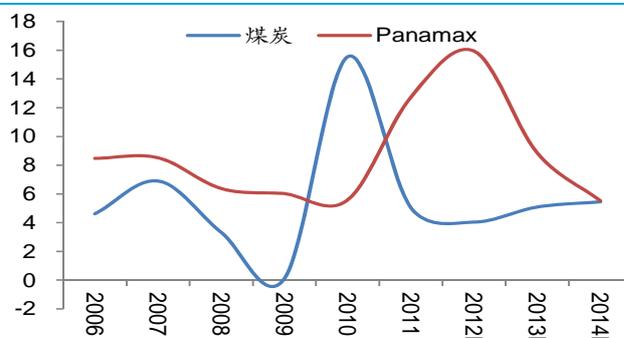
### 干散货可能长时间低迷

- **短期供需失衡:** 从今年情况来看, 运力供给仍将会保持 10%以上增速, 但需求却没有好转的迹象, 在供给与需求两端双重压力下, 行业运价出现较大幅度好转的可能性较小。
- **未来 2-3 年供给逐渐减少:** 在无大规模投资的情况下, 需求恢复较慢, 未来运力增速将呈现逐年递减的态势, 运力供给增速的放缓, 将有助于实现供需增速差距的缩窄; 但 2-3 年内运力供给增速快于需求增速的概率较大, 实现供需反转的可能性较低。
- **需求决定行业走势:** 需求依然是决定行业未来走势的核心力量, 一方面需求是供需关系中重要的一面, 另外, 需求恢复的情况将会对运力交付、拆解、订单等情况产生较大的影响, 从而对供给的情况产生较大的影响;
- **2015 年或出现供需关系好转:** 根据我们的假设 2014 年运力增速已经放缓至 4%左右, 理论上供需关系开始好转, 但由于需求增速维持在相对较低的水平, 使得改善水平有限, 船舶拆解等方面的波动对行业供需关系产生较大的影响, 但在无大规模船舶新接订单的情况下, 2015 年实现供需关系好转的可能性较大;

图表70: 铁矿石与好望角型船舶运力增速



图表71: 煤炭与巴拿马型船舶运力增速



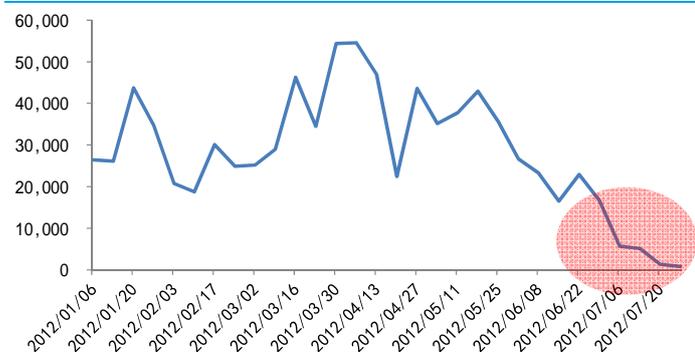
来源: 国金证券研究所, IMF, Clarkson

### 2H2012 或现亏损, 反弹需看油轮复苏

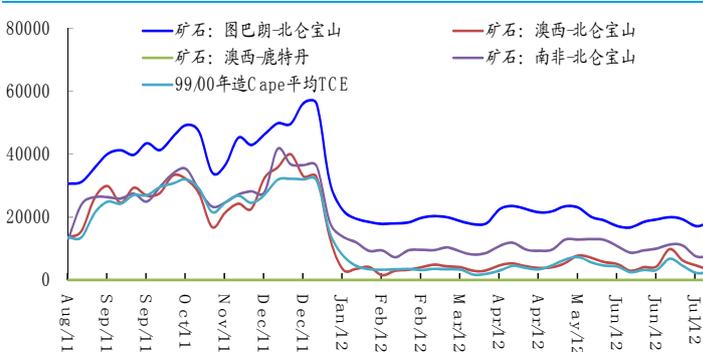
#### 油轮运费仍在下滑, 新交散货船面临亏损

- 6 月以来, 油轮运费加速下跌, 部分 VLCC 航线 TCE 已是负值, 根据我们对油轮板块“短期徘徊于底部”的推论, 我们判断下半年 VLCC 平均运费水平将低于公司 25000-26000 的保本点, 公司油轮板块预计出现亏损。

图表72: 2012YTD VLCC TD3 航线租金收入 (万美金)



图表73: 海岬型船舶近期 TCE 走势 (万美金)



来源: 国金证券研究所, CLARKSON

- 6 月底公司新交 2 艘海岬干散货船, 预计将投入现货市场, 该船型订购价约为 7600 万美金, 即使不考虑财务成本, 保本点也要在 12000 美金以

上，而目前干散货供需矛盾依旧突出，10年船龄海岬船型平均收益仅为5000美金，短期反弹至盈亏平衡点难度较大。

#### 2014年油轮或将迎来趋势性复苏

- 公司业绩受油轮运费水平影响较大，我们前文分析到油轮供给在2013年之后有较大幅度下滑，于此同时，全球油轮需求在太平洋市场的带动下仍能保持3-4个点增长，供需增速差将不断收窄，预计在2014年出现负值，运价有望趋势性回暖，未来公司仍将重点围绕VLCC进行投资（预计在2015年达到30艘），公司业绩对油轮特别是VLCC的运费依存度继续升高，我们判断公司油轮业务有望伴随行业从2014年开始逐步复苏；

#### 公司估值及投资建议

- 2012年干散货和油轮运输基本面仍是供过于求，短期难以缓解，今年运费面临下调风险；公司部分期租VLCC船舶已于去年到期，今年的收益率大幅下滑；新交付的2艘海岬型船租金较低，下半年公司油轮和干散货板块都将面临亏损压力；
- 预计12-14年公司净利润分别为3800万、1.04亿和2.51亿，对应EPS分别为0.009、0.024、0.058元，行业景气度向下，短期改善能力有限，我们给予“持有”评级，目标价2.84元。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,864</b>	<b>2,597</b>	<b>2,793</b>	<b>2,956</b>	<b>3,486</b>	<b>4,376</b>	货币资金	3,229	3,059	2,717	4,346	2,951	1,097
增长率		39.3%	7.5%	5.8%	17.9%	25.5%	应收款项	246	257	294	267	315	396
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,392</b>	<b>-1,928</b>	<b>-2,586</b>	<b>-2,887</b>	<b>-3,321</b>	<b>-4,016</b>	存货	69	118	234	197	228	273
%销售收入	74.7%	74.2%	92.6%	97.7%	95.3%	91.8%	其他流动资产	51	23	24	24	24	24
<b>毛利</b>	<b>473</b>	<b>669</b>	<b>206</b>	<b>68</b>	<b>165</b>	<b>359</b>	流动资产	3,595	3,457	3,270	4,835	3,519	1,791
%销售收入	25.3%	25.8%	7.4%	2.3%	4.7%	8.2%	%总资产	24.5%	21.3%	19.8%	25.6%	16.7%	8.6%
<b>营业税金及附加</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期投资	500	613	672	672	672	672
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	10,566	12,163	12,551	13,371	16,913	18,433
<b>营业费用</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	%总资产	72.1%	74.9%	76.1%	70.8%	80.1%	88.1%
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	0	0	0	9	17	23
<b>管理费用</b>	<b>-68</b>	<b>-61</b>	<b>-70</b>	<b>-74</b>	<b>-77</b>	<b>-81</b>	非流动资产	11,066	12,777	13,223	14,053	17,602	19,129
%销售收入	3.7%	2.4%	2.5%	2.5%	2.2%	1.9%	%总资产	75.5%	78.7%	80.2%	74.4%	83.3%	91.4%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>404</b>	<b>608</b>	<b>137</b>	<b>-5</b>	<b>87</b>	<b>278</b>	<b>资产总计</b>	<b>14,661</b>	<b>16,233</b>	<b>16,493</b>	<b>18,887</b>	<b>21,121</b>	<b>20,919</b>
%销售收入	21.7%	23.4%	4.9%	n.a	2.5%	6.4%	短期借款	1,063	2,501	2,394	378	378	378
<b>财务费用</b>	<b>-14</b>	<b>-48</b>	<b>-41</b>	<b>-29</b>	<b>-50</b>	<b>-81</b>	应付款项	134	211	301	275	317	385
%销售收入	0.8%	1.8%	1.5%	1.0%	1.4%	1.8%	其他流动负债	328	78	96	119	131	151
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	1,525	2,791	2,791	772	826	913
<b>公允价值变动收益</b>	<b>8</b>	<b>-3</b>	<b>8</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	3,518	3,560	4,238	4,238	6,357	5,857
<b>投资收益</b>	<b>26</b>	<b>63</b>	<b>71</b>	<b>75</b>	<b>75</b>	<b>75</b>	其他长期负债	0	38	0	0	0	0
%税前利润	5.7%	9.2%	40.7%	180.8%	67.0%	27.5%	<b>负债</b>	<b>5,043</b>	<b>6,389</b>	<b>7,029</b>	<b>5,010</b>	<b>7,183</b>	<b>6,770</b>
<b>营业利润</b>	<b>425</b>	<b>621</b>	<b>174</b>	<b>41</b>	<b>112</b>	<b>273</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>9,457</b>	<b>9,759</b>	<b>9,381</b>	<b>13,794</b>	<b>13,854</b>	<b>14,062</b>
营业利润率	22.8%	23.9%	6.2%	1.4%	3.2%	6.2%	少数股东权益	161	85	83	84	85	88
<b>营业外收支</b>	<b>37</b>	<b>65</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>14,661</b>	<b>16,233</b>	<b>16,493</b>	<b>18,887</b>	<b>21,121</b>	<b>20,919</b>
<b>税前利润</b>	<b>462</b>	<b>686</b>	<b>175</b>	<b>41</b>	<b>112</b>	<b>273</b>							
利润率	24.8%	26.4%	6.3%	1.4%	3.2%	6.2%							
<b>所得税</b>	<b>-108</b>	<b>-53</b>	<b>-12</b>	<b>-3</b>	<b>-8</b>	<b>-19</b>							
所得税率	23.5%	7.8%	6.6%	7.0%	7.0%	7.0%							
<b>净利润</b>	<b>353</b>	<b>633</b>	<b>164</b>	<b>39</b>	<b>104</b>	<b>254</b>							
少数股东损益	10	17	1	1	1	3							
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>343</b>	<b>616</b>	<b>163</b>	<b>38</b>	<b>103</b>	<b>251</b>							
净利率	18.4%	23.7%	5.8%	1.3%	3.0%	5.7%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>净利润</b>	<b>353</b>	<b>633</b>	<b>164</b>	<b>39</b>	<b>104</b>	<b>254</b>	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.100	0.179	0.047	0.009	0.024	0.058
<b>非现金支出</b>	<b>424</b>	<b>574</b>	<b>676</b>	<b>717</b>	<b>797</b>	<b>895</b>	每股净资产	2.754	2.842	2.732	3.214	3.228	3.276
非经营收益	-87	28	-28	35	39	50	每股经营现金净流	0.198	0.284	0.203	0.195	0.213	0.270
营运资金变动	-9	-262	-115	44	-26	-38	每股股利	0.020	0.044	0.010	0.010	0.010	0.010
<b>经营活动现金净流</b>	<b>681</b>	<b>974</b>	<b>697</b>	<b>835</b>	<b>914</b>	<b>1,160</b>	<b>回报率</b>						
资本开支	-2,321	-2,487	-1,677	-1,547	-4,346	-2,422	净资产收益率	3.63%	6.31%	1.73%	0.27%	0.74%	1.78%
投资	0	0	8	0	0	0	总资产收益率	2.34%	3.79%	0.99%	0.20%	0.49%	1.20%
其他	3	16	45	75	75	75	投入资本收益率	2.18%	3.52%	0.79%	-0.03%	0.39%	1.27%
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-2,318</b>	<b>-2,471</b>	<b>-1,624</b>	<b>-1,472</b>	<b>-4,271</b>	<b>-2,347</b>	<b>增长率</b>						
股权募资	0	0	0	2,874	0	0	主营业务收入增长率	-41.94%	39.29%	7.55%	5.84%	17.94%	25.52%
债权募资	396	1,654	887	-2,041	2,119	-500	EBIT增长率	-75.21%	50.37%	-77.53%	-103.67%	-1846.33%	218.28%
其他	-449	-267	-277	1,434	-157	-168	净利润增长率	-72.17%	79.47%	-73.61%	-76.88%	174.49%	143.14%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-53</b>	<b>1,387</b>	<b>610</b>	<b>2,266</b>	<b>1,962</b>	<b>-668</b>	总资产增长率	2.19%	10.72%	1.60%	14.52%	11.83%	-0.96%
<b>现金净流量</b>	<b>-1,690</b>	<b>-111</b>	<b>-316</b>	<b>1,629</b>	<b>-1,395</b>	<b>-1,854</b>	<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	13.8	14.8	22.1	22.1	22.1	22.1
							存货周转天数	14.4	17.7	24.9	24.9	25.1	24.9
							应付账款周转天数	32.7	25.7	30.9	30.9	30.9	30.9
							固定资产周转天数	1,391.1	1,405.7	1,561.0	1,504.0	1,498.1	1,302.0
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	14.05%	30.49%	41.36%	1.94%	27.14%	36.31%
							EBIT利息保障倍数	28.7	12.8	3.3	-0.2	1.7	3.5
							资产负债率	34.40%	39.36%	42.62%	26.53%	34.01%	32.36%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	3	7	11	25
增持	0	1	2	5	12
中性	0	1	2	3	5
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>1.00</b>	<b>1.43</b>	<b>1.50</b>	<b>1.54</b>	<b>1.53</b>

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；  
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B