



持有

9% ↑

目标价格: 人民币 3.00

601872.SS

原先目标价: 人民币 3.11

价格: 人民币 2.76

目标价格基础: 1.1 倍 12 年市净率

板块评级: 中立

招商轮船

2012 年上半年净利润同比下降 58%

2012 年上半年公司完成营业收入 15.6 亿元, 同比增长 15.7%; 实现营业利润 0.96 亿元, 同比下降 53.5%; 归属母公司净利润为 0.83 亿元, 同比下降 58%, 每股收益为 0.019 元。其中第 2 季度盈利 0.3 亿元, 同比下降 68%。公司半年报数据与业绩快报一致, 基本符合预期。受宏观经济增速放缓以及运力过剩影响, 公司主营的干散货和油轮运输市场运价持续低迷, 而油价则处于相对高位, 侵蚀公司利润。我们将公司 2012-13 年的每股收益预测下调至 0.028、0.043 元人民币, 目前股价对应 2012 年市净率仅为 1.0 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, 短期内难现拐点, 公司业绩难有较好表现, 我们下调目标价格至 3.00 元, 维持持有评级不变。

支撑评级的要点

- 上半年净利润同比下滑 58%, 但仍好于同业。由于公司主营的国际油运和干散货市场在需求疲软以及运力过剩的双重打压下持续低迷, 受此影响公司净利润大幅下滑。但由于公司采取稳健的经营策略, 在行业普遍亏损的背景下仍能保持盈利, 业绩好于同业。
- 行业基本面持续低迷, 拐点到来尚需时日。2012 年上半年 BDI 和 BDTI 均值同比分别下跌 31% 和 4.4%, 尽管油运市场在地缘政治带来的事件性刺激性短期大幅反弹, 但整体依旧低迷。在目前低迷的宏观经济背景下, 航运市场拐点可能被再度推迟到 2013 年下半年或者更晚。
- 公司目前股价市净率仅 1.0 倍, 低于增发价 18%。由于行业低迷, 公司股价随大市下跌后持续低位徘徊, 目前股价对应 2011 年市净率仅 1.0 倍, 下半年航运市场旺季可能带来超跌反弹的机会。

主要风险

- 全球经济复苏放缓以及油价大幅反弹。

估值

- 我们将公司 2012-13 年的每股收益预测下调至 0.028、0.043 元人民币, 按照 2012 年 1.1 倍市净率, 将公司目标价由 3.11 元下调至 3.00 元人民币, 维持持有评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	2,597	2,793	2,846	3,158	3,659
变动(%)	39	8	2	11	16
净利润(人民币 百万)	616	163	120	186	375
全面摊薄每股收益(人民币)	0.179	0.047	0.028	0.043	0.087
变动(%)	79.5	(73.6)	(41.1)	55.3	107.6
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.068	0.154	-
调整幅度(%)	-	-	(59.0)	(71.9)	-
全面摊薄市盈率(倍)	15.4	58.3	98.9	63.7	31.6
核心市盈率(倍)	15.4	58.3	98.9	63.4	31.4
每股现金流量(人民币)	0.28	0.20	0.17	0.20	0.24
价格/每股现金流量(倍)	9.7	13.6	15.9	13.8	11.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.2	15.8	15.8	12.5	9.1
每股股息(人民币)	0.044	0.013	0.006	0.009	0.018
股息率(%)	1.6	0.5	0.2	0.3	0.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(3)	(6)	(14)	(20)
相对新华富时 A50 指数	(3)	(1)	(3)	(6)

发行股数(百万)	4,292
流通股(%)	80
流通股市值(人民币 百万)	9,167
3 个月日均交易额(人民币 百万)	15
净负债比率(%) (2012E)	5.8
主要股东(%)	
招商局能源运输股份有限公司	40.93

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 8 月 15 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

交通运输: 航运

杜建平

(8610) 6622 9079

jianping.du@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120037

* 江映德为本报告重要贡献者

估值及评级

我们将公司 2012-13 年的每股收益预测下调至 0.028、0.043 元人民币，目前股价对应 2012 年市净率仅为 1.0 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，短期内难现拐点，公司业绩难有较好表现，我们下调目标价格至 3.00 元，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

2012 年上半年公司完成营业收入 15.6 亿元，同比增长 15.7%；实现营业利润 0.96 亿元，同比下降 53%；归属母公司净利润为 0.83 亿元，同比下降 58%，每股收益为 0.019 元。其中第 2 季度盈利 0.3 亿元，同比下降 68%。公司半年报数据与业绩快报一致，基本符合预期。尽管业绩大幅下滑，但由于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 1.2012 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	11 年上半年	12 年上半年	同比变动(%)
营业收入	1,349.84	1,562.25	15.74
营业成本	(1,127.67)	(1,475.65)	30.86
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	(33.77)	(38.81)	14.92
财务费用	(23.49)	4.26	(118.14)
资产重估损失	0.00	0.23	n.a
营业成本	(1,184.93)	(1,509.96)	27.43
投资收益	41.03	43.54	6.13
营业利润	205.94	95.83	(53.47)
营业外收入	0.00	0.87	n.a
营业外支出	0.00	0.00	n.a
税前利润	205.94	96.70	(53.04)
所得税	(4.67)	(14.86)	218.13
税后利润	201.27	81.84	(59.34)
少数股东权益	2.18	(0.88)	(140.32)
净利润	199.09	82.72	(58.45)
全面摊薄每股收益(人民币, 元)	0.058	0.019	(66.76)
主要比率(%)			
毛利率	16.5	5.5	
营业利润率	15.3	6.1	
净利率	14.7	5.3	

资料来源：公司数据

图表 2.2012 年 2 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	11 年 2 季度	12 年 2 季度	同比变动(%)
营业收入	693.21	747.53	7.84
营业费用	(581.58)	(716.17)	23.14
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	(16.60)	(20.45)	23.18
财务费用	(11.82)	11.30	(195.61)
资产重估损失	0.00	0.16	n.a
营业成本	(610.00)	(725.15)	18.88
投资收益	16.16	18.58	15.00
营业利润	99.37	40.96	(58.78)
营业外收入	0.00	(0.25)	n.a
营业外支出	0.00	0.00	n.a
税前利润	99.37	40.71	(59.03)
所得税	(2.47)	(9.82)	297.44
税后利润	96.90	30.89	(68.12)
少数股东权益	0.83	0.40	(51.70)
净利润	96.07	30.49	(68.26)
全面摊薄每股收益(人民币, 元)	0.028	0.004	(85.48)
主要比率(%)			
毛利率	16.1	4.2	
营业利润率	14.3	5.5	
净利率	13.9	4.1	

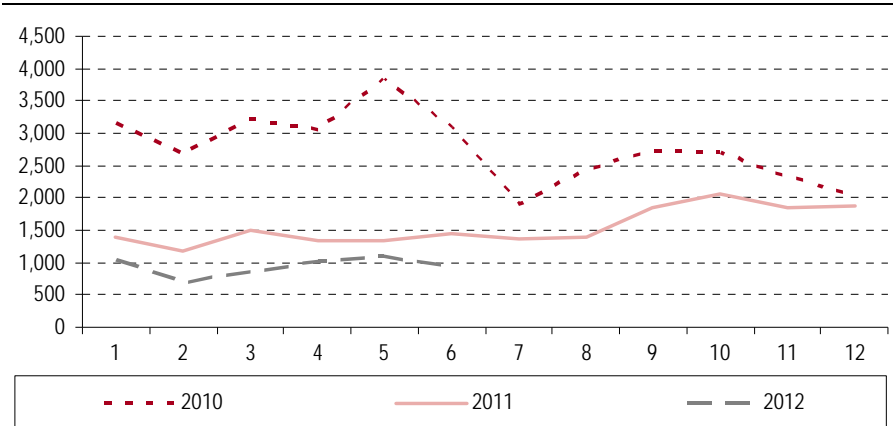
资料来源: 公司数据

运价下跌和油价持续高位挤压利润

2012 年上半年, 受需求疲软以及运力过剩影响, 公司主营的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 31%和 4.4%。尽管受伊朗局势影响, 上半年油运市场 VLCC 运价出现大幅飙升, 但整体仍旧较为低迷。而干散货市场则在大量运力交付的打压下, BDI 指数创 26 年新低, 并持续在 1,000 点左右徘徊, 反弹无力。受此影响公司主营业务毛利率从上年的 16%大幅下滑至 5.5%。

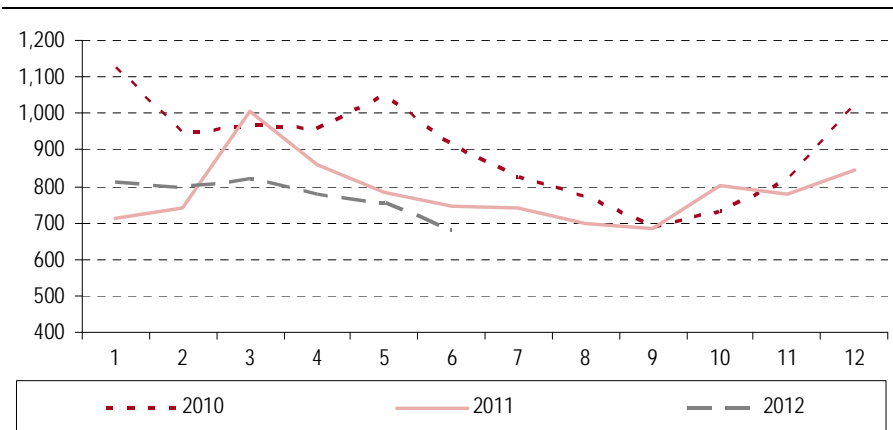
成本方面, 占公司营业成本近三成的燃油成本大幅上升导致公司上半年营业成本大幅增加 31%。上半年, 国际布伦特原油平均价格同比涨幅达 43.5%, 新加坡燃油平均价格同比涨幅也达 44.3%, 油价持续高位侵蚀公司利润。尽管近期国际油价有所回落, 但仍处于高位。预计未来随着经济增速下滑导致的需求下滑, 油价有望继续回落, 但幅度较为有限, 公司燃油成本压力仍难缓解。

图表 3. BDI 综合指数走势图



资料来源: 万得资讯及中银国际研究

图表 4. BDTI 综合指数走势图



资料来源: 万得资讯及中银国际研究

图表 5. 新加坡 380CST 燃油价格走势图



资料来源: 万得资讯及中银国际研究

非公开发行股票募资用于购建油轮

公司于年内以 3.37 元/股的价格完成非公开发行股票募资用于购建油轮，共募集资金 28.9 亿元用于购建 10 艘 VLCC 油轮。由于油轮建设周期较长，公司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。但本次增发值得关注如下几点：（1）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，2013 年下半年运价有望逐步回升，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。（2）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，有利于公司与其加强业务合作关系，提高业务的稳定性。（3）发行价格为 3.37 元/股，表明产业资本认可公司股票在该价位的投资价值。目前股价已低于增发价 18%，未来市场若回暖，公司股价存在超跌反弹的需求。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	2,597	2,793	2,846	3,158	3,659
销售成本	(1,928)	(2,586)	(2,751)	(3,016)	(3,339)
经营费用	513	605	665	739	768
息税折旧前利润	1,182	811	760	882	1,087
折旧及摊销	(575)	(675)	(736)	(818)	(859)
经营利润(息税前利润)	608	137	24	63	228
净利息收入/(费用)	8	(40)	19	38	61
其他收益/(损失)	70	79	80	92	106
税前利润	686	175	124	194	396
所得税	(53)	(12)	(3)	(6)	(17)
少数股东权益	(17)	(1)	(1)	(2)	(4)
净利润	616	163	120	186	375
核心净利润	616	163	120	187	377
每股收益(人民币)	0.179	0.047	0.028	0.043	0.087
核心每股收益(人民币)	0.179	0.047	0.028	0.044	0.088
每股股息(人民币)	0.044	0.013	0.006	0.009	0.018
收入增长(%)	39	8	2	11	16
息税前利润增长(%)	50	(78)	(82)	160	260
息税折旧前利润增长(%)	43	(31)	(6)	16	23
每股收益增长(%)	79	(74)	(41)	55	102
核心每股收益增长(%)	79	(74)	(41)	56	102

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	686	175	124	194	396
折旧与摊销	575	675	736	818	859
净利息费用	(8)	40	(19)	(38)	(61)
运营资本变动	(262)	(115)	(13)	(19)	(30)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(18)	(78)	(83)	(99)	(124)
经营活动产生的现金流	974	697	745	857	1,040
购买固定资产净值	(2,551)	(1,677)	(500)	0	0
投资减少/增加	20	27	80	92	106
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(2,531)	(1,650)	(420)	92	106
净增权益	0	0	2,893	0	0
净增债务	1,654	887	0	0	0
支付股息	(241)	(243)	(24)	14	24
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	1,413	644	2,868	14	24
现金变动	(144)	(308)	3,194	963	1,170
期初现金	3,229	3,059	2,717	5,911	6,874
公司自由现金流	(1,557)	(952)	325	949	1,147
权益自由现金流	97	(65)	325	949	1,147

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	3,059	2,717	5,911	6,874	8,044
应收帐款	280	318	323	356	408
库存	118	234	228	253	293
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	3,457	3,270	6,462	7,482	8,746
固定资产	12,163	12,551	12,315	11,497	10,638
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	613	672	672	672	672
长期资产总计	12,777	13,223	12,987	12,169	11,310
总资产	16,233	16,493	19,449	19,651	20,055
应付帐款	255	372	357	396	459
短期债务	2,501	2,394	2,394	2,394	2,394
其他流动负债	35	25	25	25	25
流动负债总计	2,791	2,791	2,776	2,815	2,878
长期借款	3,560	4,238	4,238	4,238	4,238
其他长期负债	38	0	0	0	0
股本	3,433	3,433	4,292	4,292	4,292
储备	6,326	5,948	8,059	8,221	8,558
股东权益	9,759	9,381	12,351	12,513	12,850
少数股东权益	85	83	84	86	89
总负债及权益	16,233	16,493	19,449	19,651	20,055
每股帐面价值(人民币)	2.84	2.73	2.88	2.92	2.99
每股有形资产(人民币)	2.84	2.73	2.88	2.92	2.99
每股净负债/(现金)(人民币)	0.87	1.14	0.17	(0.06)	(0.33)

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	45.5	29.0	26.7	27.9	29.7
息税前利润率(%)	23.4	4.9	0.9	2.0	6.2
税前利润率(%)	26.4	6.3	4.3	6.1	10.8
净利率(%)	23.7	5.8	4.2	5.9	10.2
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	2.3	2.7	3.0
利息覆盖率(倍)	14.6	1.4	0.2	0.6	2.3
净权益负债率(%)	30.5	41.4	5.8	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.2	1.1	2.2	2.6	2.9
估值					
市盈率(倍)	15.4	58.3	98.9	63.7	31.6
核心业务市盈率(倍)	15.4	58.3	98.9	63.4	31.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	16.7	63.4	107.5	68.9	34.2
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
价格/现金流(倍)	9.7	13.6	15.9	13.8	11.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.2	15.8	15.8	12.5	9.1
周转率					
存货周转天数	17.7	24.9	30.7	29.1	29.8
应收帐款周转天数	40.5	39.1	41.1	39.2	38.1
应付帐款周转天数	48.1	41.0	46.8	43.5	42.7
回报率					
股息支付率(%)	24.5	26.4	20.2	20.2	20.2
净资产收益率(%)	6.4	1.7	1.1	1.5	3.0
资产收益率(%)	3.6	0.8	0.1	0.3	1.1
已运用资本收益率(%)	4.4	1.2	0.8	1.0	2.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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

英国伦敦嘉能街 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