国金证券 SINOLINK SECURITIES

招商轮船 (601872.SH)　水上运输行业

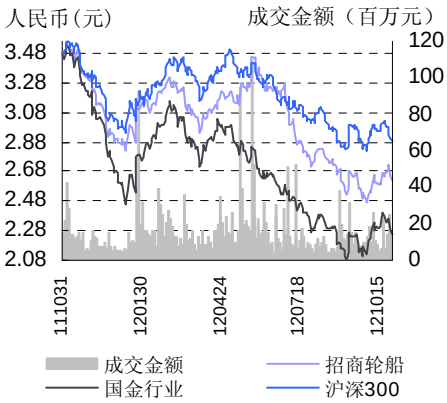
评级：中性　维持评级　　**业绩点评**

市价（人民币）：2.62 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)	112.44
年内股价最高最低(元)	3.56/2.47
沪深 300 指数	2235.85
上证指数	2058.94



相关报告

1.《行业景气度向下,盈利能力大幅下滑》，2012.8.1

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

符合预期：油轮持续亏损，散货盈利收窄

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

业绩简评

- 油轮、散货市场 3Q 持续下滑，公司主营业务毛利亏损约 2400 万，其中油轮约亏损 2755 万，干散货盈利 392 万，而联营 LNG 业务稳健贡献公司约 600 万/月利润，公司 3Q 净利亏 1500 万元，较去年同期盈利 1232 万大幅下滑，1-3Q 利润 6800 万，同比下滑 66%，折 EPS 约 0.016 元。

经营分析

- **油轮板块拖累整体业绩**：公司主力船型 VLCC 主营波斯湾-远东航线，4 月以来该市场现货租金快速下滑，CLARKSON 公布 3Q 平均 TCE 仅为 4449 美金/天，同比下滑 45%，油轮运费低迷致使公司收入同比下滑 8%，同时船用燃油及其它成本并无明显回落，3Q 油轮板块毛利为-2755 万，油轮板块 1-3Q 累积为亏损。
- **海岬船型吞噬灵便船盈利**：2012 年灵便型散货船市场虽有下滑，但好于巴拿马和海岬船市场，招轮全年平均有 3-4 艘灵便船处于长期租约中，运费及收益较为稳定，3Q 散货业务从 1Q、2Q 毛利 1300 万、2370 万快速下滑至 392 万主要是受 6 月新交的 2 艘海岬船拖累。
- **LNG 业务依旧稳健**：LNG 运费签订 25 年长约，月平均贡献 600-650 万元盈利，收益较为稳定。
- **利息收入增厚公司业绩**：3Q 公司财务费用为-1633 万元，比上年同期减少 135.56%，主要是募集资金利息收入增加;

盈利调整

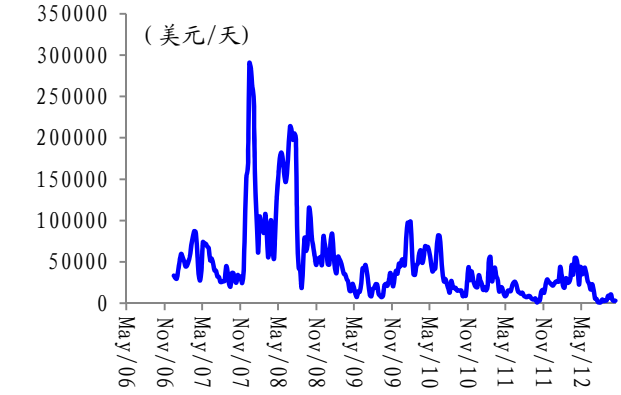
- 我们维持公司 12-14 年公司净利润分别为 3800 万、1.04 亿和 2.51 亿，对应 EPS 分别为 0.009、0.024、0.058 元。

投资建议

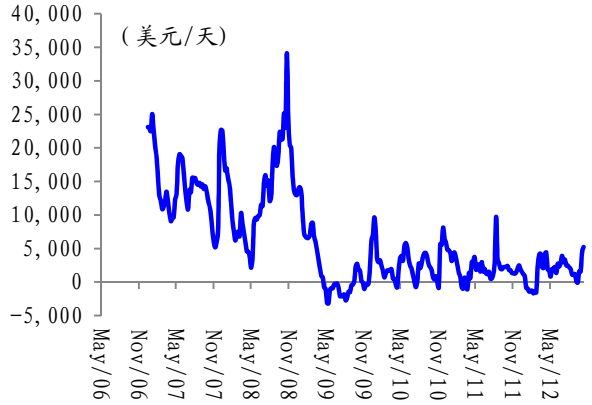
- 油轮运费仍在底部徘徊，干散货虽有季节性反弹，但对公司贡献有限，预计公司 4Q 仍将小幅亏损，我们维持“中性”评级，目标价 2.84 元。

敬请参阅最后一页特别声明

图表1：VLCC 船型 TCE (中东-日本航线)

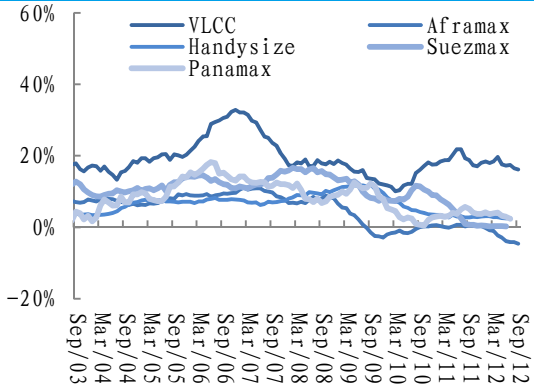


图表2：MR 船型 TCE （新加坡-日本）

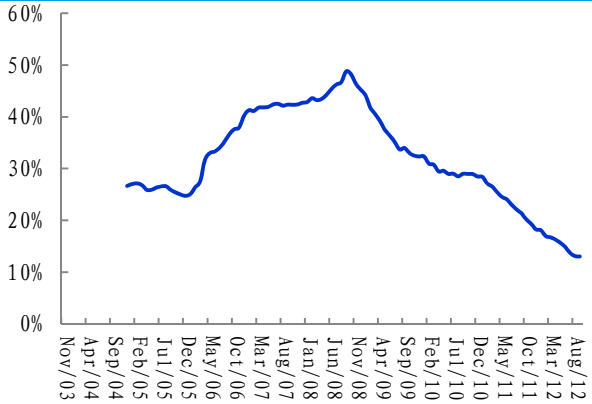


来源：国金证券研究所，Clarkson

图表3：油轮运力同比增速

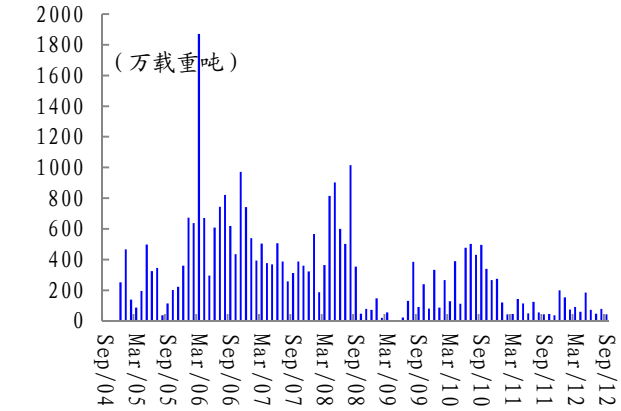


图表4：在手订单占总运力比例

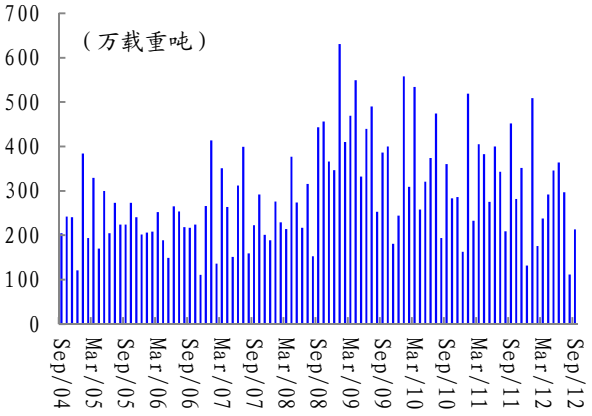


来源：国金证券研究所，Clarkson

图表5：新船订单

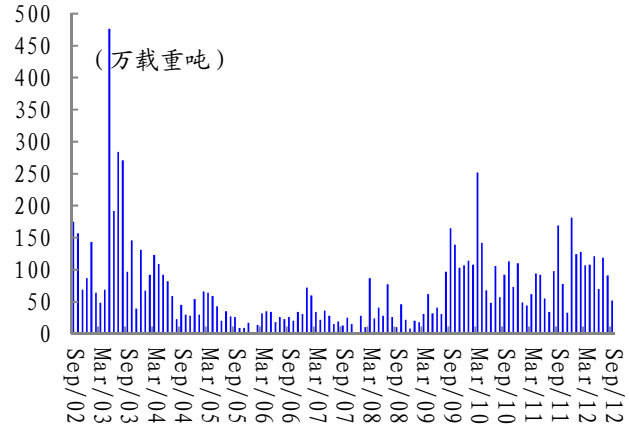


图表6：新船交付量

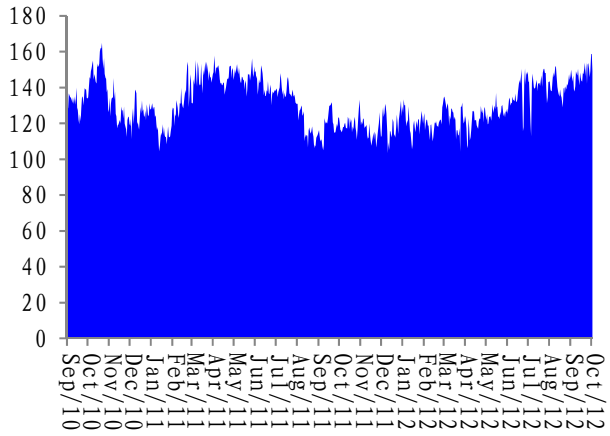


来源：国金证券研究所，Clarkson

图表7： 拆解量

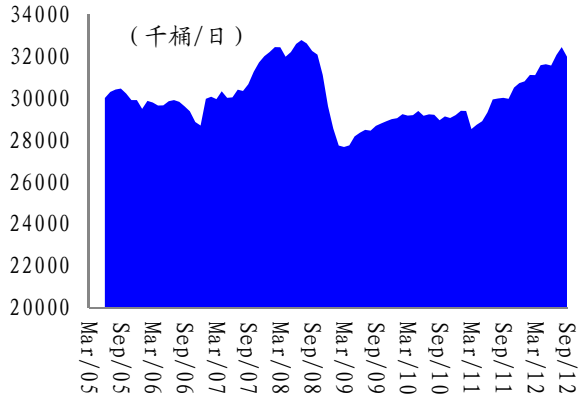


图表8： 浮动储油油轮

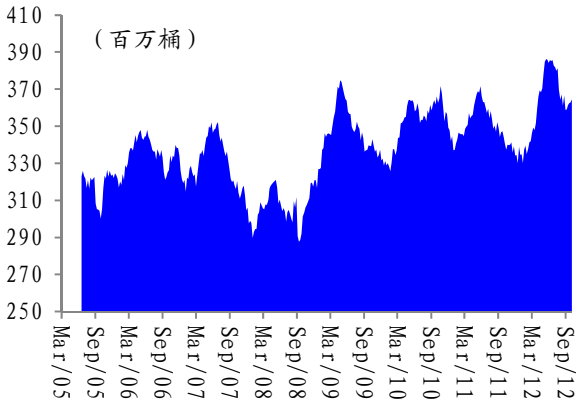


来源：国金证券研究所，Clarkson，Bloomberg

图表9： OPEC 原油产量

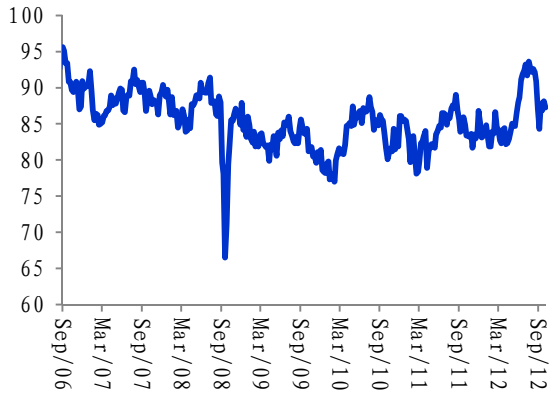


图表10： 欧美主要发达国家原油库存

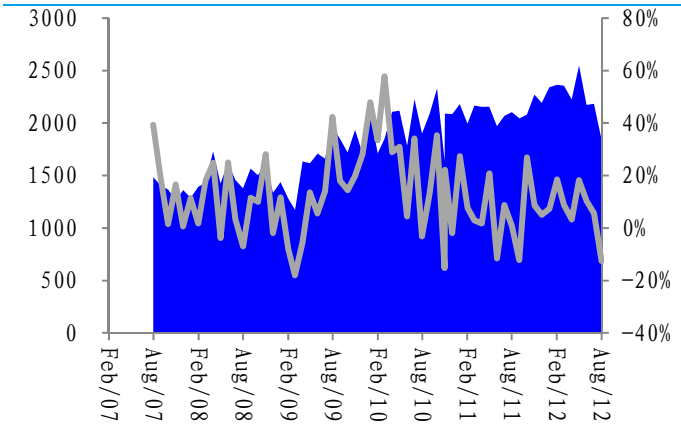


来源：国金证券研究所，Bloomberg

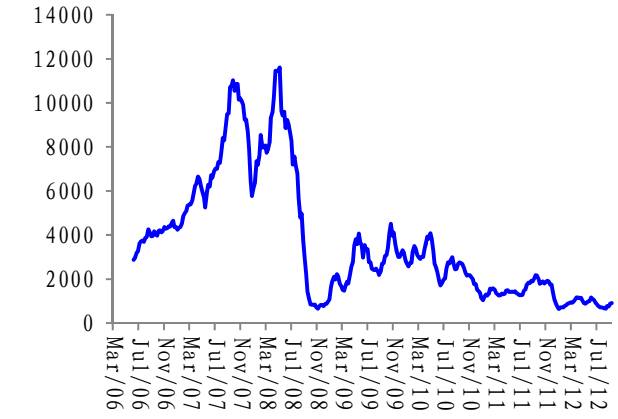
图表11： 美国炼油厂开工数



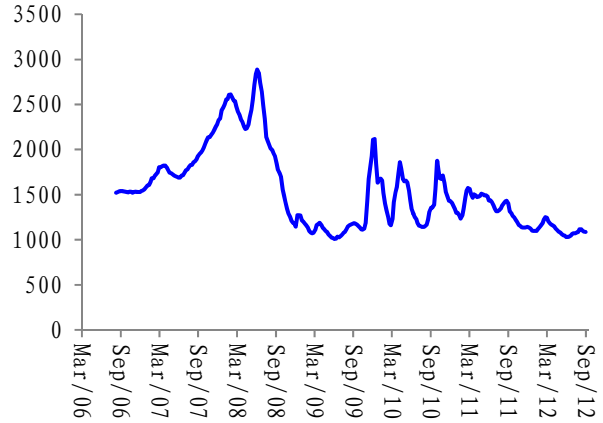
图表12： 中国原油进口量



图表13：BDI 历史走势

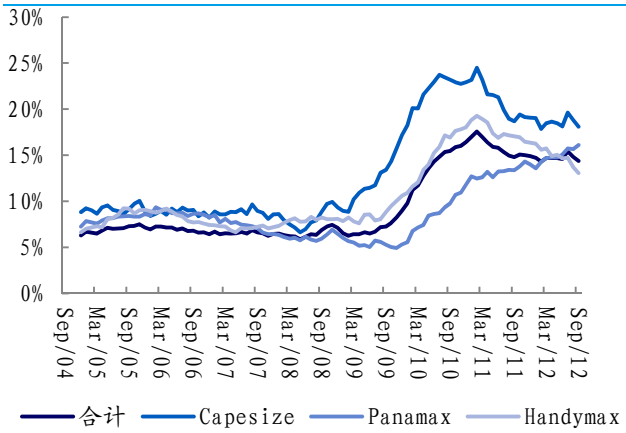


图表14：沿海散货运价指数

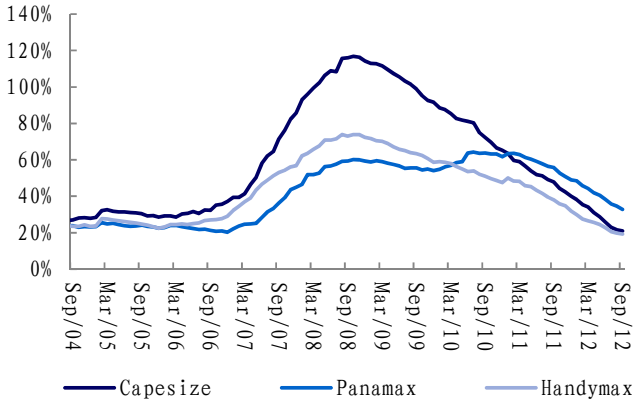


来源：国金证券研究所，Bloomberg，Wind

图表15：干散货船运力同比增速

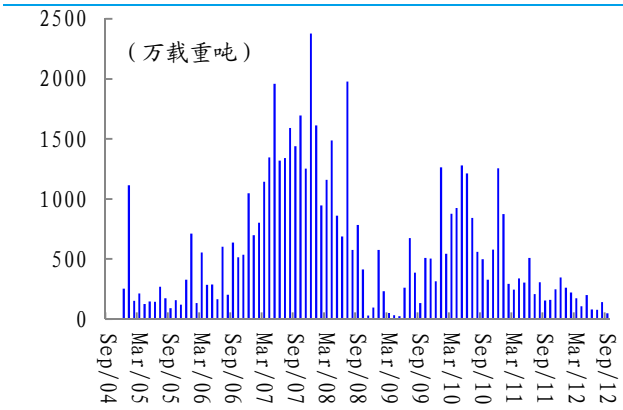


图表16：干散货船在手订单占总运力比例

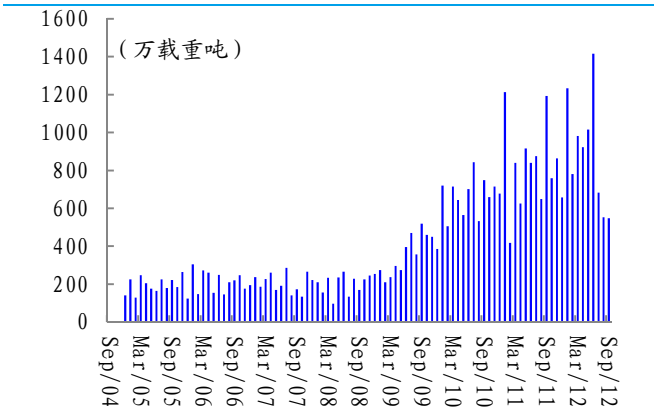


来源：国金证券研究所，Clarkson

图表17：干散货船新船订单

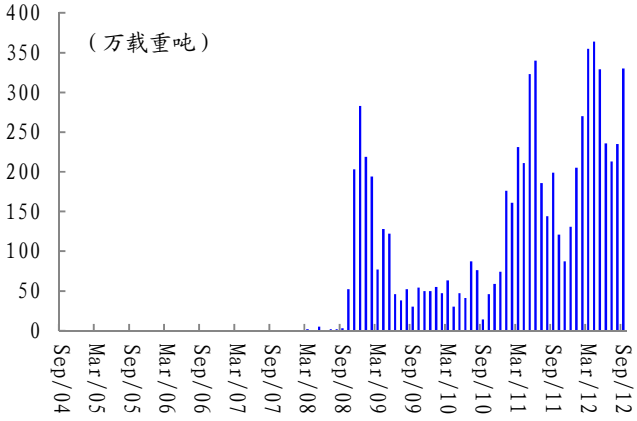


图表18：干散货船新船交付量

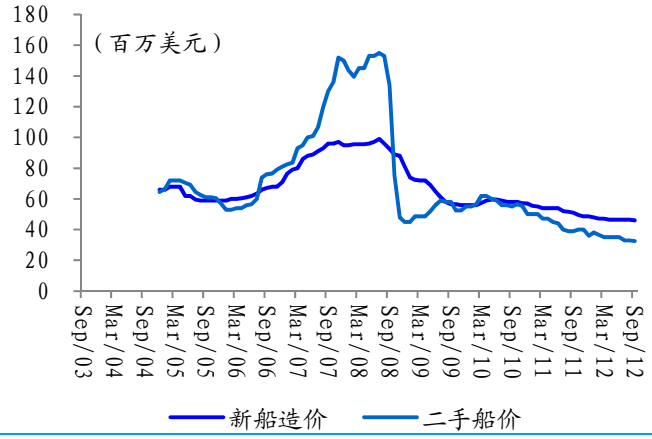


来源：国金证券研究所，Clarkson

图表19：干散货船拆解量

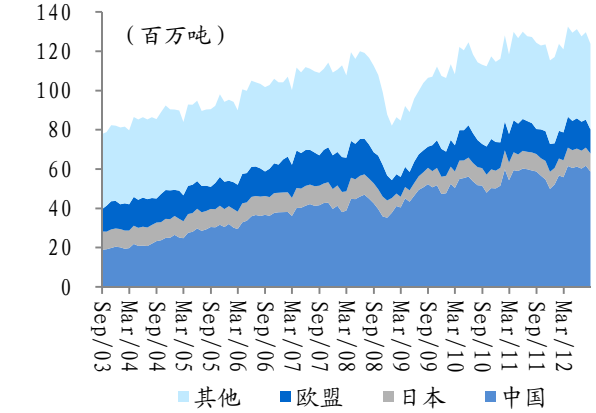


图表20：好望角船型价格走势

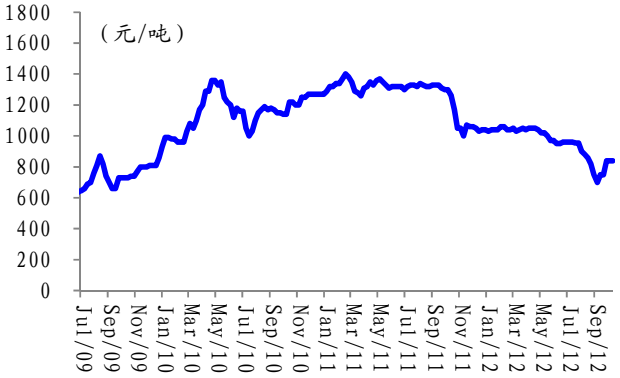


来源：国金证券研究所，Clarkson

图表21：全球粗钢产量

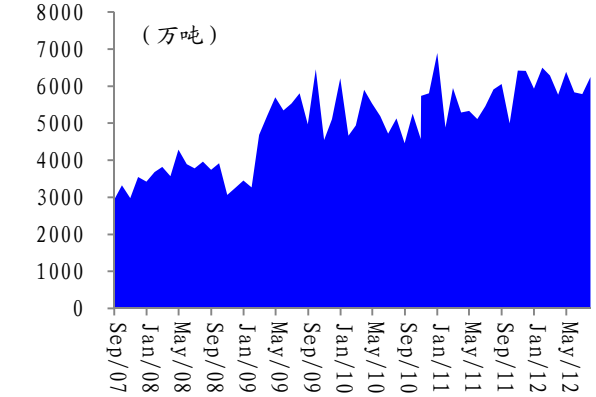


图表22：青岛港铁矿石价格

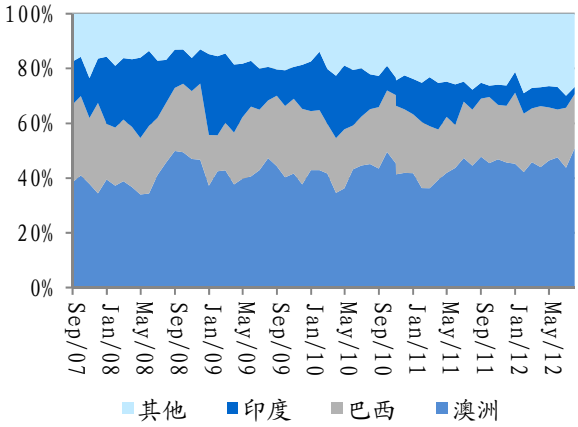


来源：国金证券研究所，WSA，钢之家

图表23：中国铁矿石进口量

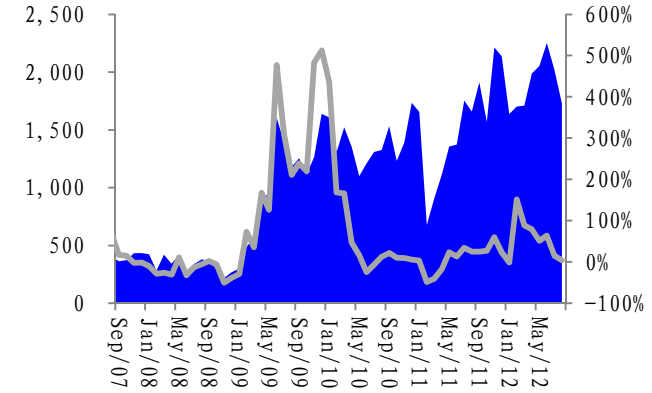


图表24：中国铁矿石主要进口来源

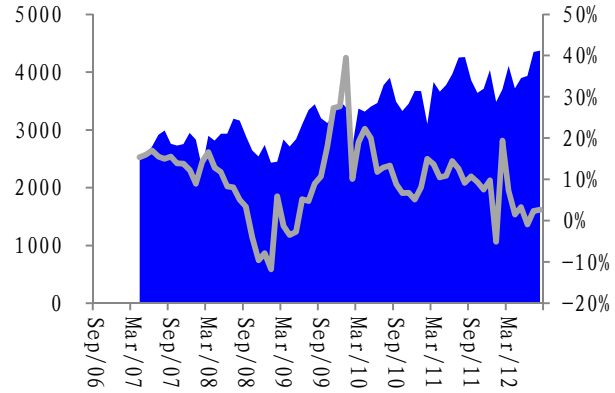


来源：国金证券研究所，CEIC

图表25：中国煤炭进口

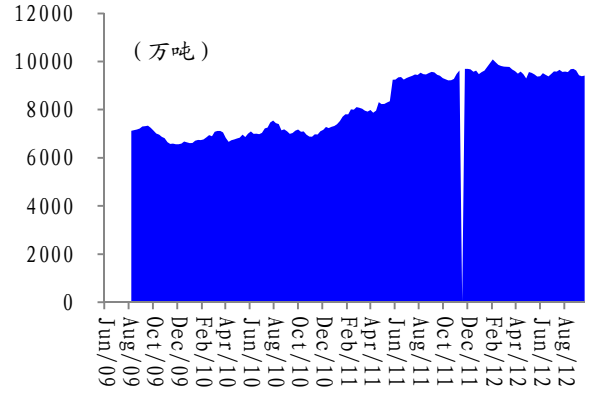


图表26：中国发电量

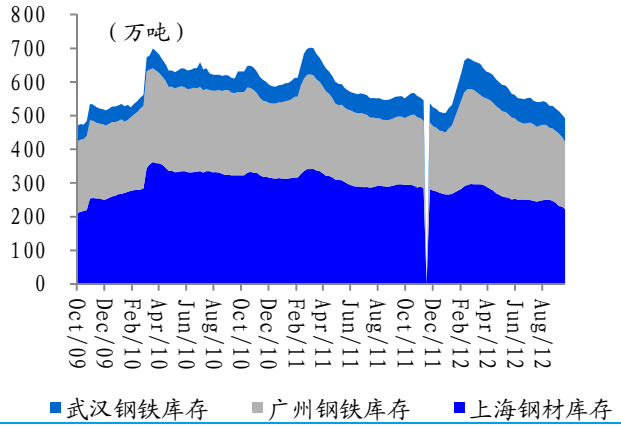


来源：国金证券研究所，CEIC

图表27：中国港口铁矿石库存



图表28：中国主要城市钢铁库存



附：三大表

损益表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	**1,864**	**2,597**	**2,793**	**2,956**	**3,486**	**4,376**
增长率		*39.3%*	*7.5%*	*5.8%*	*17.9%*	*25.5%*
主营业务成本	-1,392	-1,928	-2,586	-2,887	-3,321	-4,016
%销售收入	*74.7%*	*74.2%*	*92.6%*	*97.7%*	*95.3%*	*91.8%*
毛利	473	669	206	68	165	359
%销售收入	*25.3%*	*25.8%*	*7.4%*	*2.3%*	*4.7%*	*8.2%*
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
营业费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
管理费用	-68	-61	-70	-74	-77	-81
%销售收入	*3.7%*	*2.4%*	*2.5%*	*2.5%*	*2.2%*	*1.9%*
息税前利润（EBIT）	404	608	137	-5	87	278
%销售收入	*21.7%*	*23.4%*	*4.9%*	*n.a*	*2.5%*	*6.4%*
财务费用	-14	-48	-41	-29	-50	-81
%销售收入	*0.8%*	*1.8%*	*1.5%*	*1.0%*	*1.4%*	*1.8%*
资产减值损失	0	0	-2	0	0	0
公允价值变动收益	8	-3	8	0	0	0
投资收益	26	63	71	75	75	75
%税前利润	*5.7%*	*9.2%*	*40.7%*	*180.8%*	*67.0%*	*27.5%*
营业利润	425	621	174	41	112	273
营业利润率	*22.8%*	*23.9%*	*6.2%*	*1.4%*	*3.2%*	*6.2%*
营业外收支	37	65	2	0	0	0
税前利润	**462**	**686**	**175**	**41**	**112**	**273**
利润率	*24.8%*	*26.4%*	*6.3%*	*1.4%*	*3.2%*	*6.2%*
所得税	-108	-53	-12	-3	-8	-19
所得税率	*23.5%*	*7.8%*	*6.6%*	*7.0%*	*7.0%*	*7.0%*
净利润	353	633	164	39	104	254
少数股东损益	10	17	1	1	1	3
归属于母公司的净	**343**	**616**	**163**	**38**	**103**	**251**
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）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	353	633	164	39	104	254
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	424	574	676	717	797	895
非经营收益	-87	28	-28	35	39	50
营运资金变动	-9	-262	-115	44	-26	-38
经营活动现金净流	**681**	**974**	**697**	**835**	**914**	**1,160**
资本开支	-2,321	-2,487	-1,677	-1,547	-4,346	-2,422
投资	0	0	8	0	0	0
其他	3	16	45	75	75	75
投资活动现金净流	**-2,318**	**-2,471**	**-1,624**	**-1,472**	**-4,271**	**-2,347**
股权募资	0	0	0	2,874	0	0
债权募资	396	1,654	887	-2,041	2,119	-500
其他	-449	-267	-277	1,434	-157	-168
筹资活动现金净流	**-53**	**1,387**	**610**	**2,266**	**1,962**	**-668**
现金净流量	**-1,690**	**-111**	**-316**	**1,629**	**-1,395**	**-1,854**

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	3,229	3,059	2,717	4,346	2,951	1,097
应收款项	246	257	294	267	315	396
存货	69	118	234	197	228	273
其他流动资产	51	23	24	24	24	24
流动资产	3,595	3,457	3,270	4,835	3,519	1,791
%总资产	*24.5%*	*21.3%*	*19.8%*	*25.6%*	*16.7%*	*8.6%*
长期投资	500	613	672	672	672	672
固定资产	10,566	12,163	12,551	13,371	16,913	18,433
%总资产	*72.1%*	*74.9%*	*76.1%*	*70.8%*	*80.1%*	*88.1%*
无形资产	0	0	0	9	17	23
非流动资产	11,066	12,777	13,223	14,053	17,602	19,129
%总资产	*75.5%*	*78.7%*	*80.2%*	*74.4%*	*83.3%*	*91.4%*
资产总计	**14,661**	**16,233**	**16,493**	**18,887**	**21,121**	**20,919**
短期借款	1,063	2,501	2,394	378	378	378
应付款项	134	211	301	275	317	385
其他流动负债	328	78	96	119	131	151
流动负债	1,525	2,791	2,791	772	826	913
长期贷款	3,518	3,560	4,238	4,238	6,357	5,857
其他长期负债	0	38	0	0	0	0
负债	**5,043**	**6,389**	**7,029**	**5,010**	**7,183**	**6,770**
普通股股东权益	9,457	9,759	9,381	13,794	13,854	14,062
少数股东权益	161	85	83	84	85	88
负债股东权益合计	**14,661**	**16,233**	**16,493**	**18,887**	**21,121**	**20,919**

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.100	0.179	0.047	0.009	0.024	0.058
每股净资产	2.754	2.842	2.732	3.214	3.228	3.276
每股经营现金净流	0.198	0.284	0.203	0.195	0.213	0.270
每股股利	0.020	0.044	0.010	0.010	0.010	0.010
回报率						
净资产收益率	3.63%	6.31%	1.73%	0.27%	0.74%	1.78%
总资产收益率	2.34%	3.79%	0.99%	0.20%	0.49%	1.20%
投入资本收益率	2.18%	3.52%	0.79%	-0.03%	0.39%	1.27%
增长率						
主营业务收入增长率	-41.94%	39.29%	7.55%	5.84%	17.94%	25.52%
EBIT增长率	-75.21%	50.37%	-77.53%	-103.67%	-1846.33%	218.28%
净利润增长率	-72.17%	79.47%	-73.61%	-76.88%	174.49%	143.14%
总资产增长率	2.19%	10.72%	1.60%	14.52%	11.83%	-0.96%
资产管理能力						
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
偿债能力						
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%

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	**1.00**	**1.43**	**1.50**	**1.54**	**1.53**

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为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

电话：(8621)-61038271

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979

传真：010-6621 5599-8803

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015

传真：0755-33516020

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518026

地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B