

招商轮船 (601872.SH) 水上运输行业

评级: 中性 维持评级

业绩点评

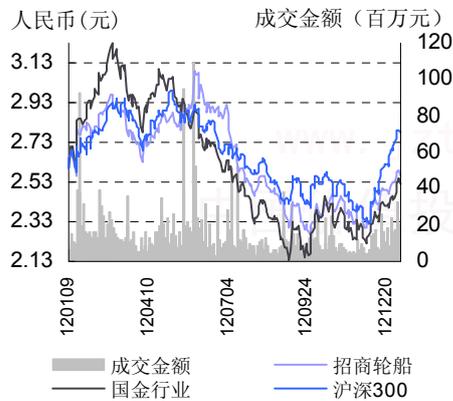
市价(人民币): 2.56元

油轮干散依旧低迷, 投资贡献主要收益

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)	3,776.74
总市值(百万元)	120.86
年内股价最高最低(元)	3.09/2.26
沪深 300 指数	2525.33
上证指数	2276.07



相关报告

1. 《符合预期: 油轮持续亏损, 散货盈利收窄》, 2012.10.30
2. 《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

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	0.018	0.030	0.059
每股净资产(元)	2.84	2.73	3.23	3.25	3.30
每股经营性现金流(元)	0.28	0.20	0.20	0.22	0.28
市盈率(倍)	22.92	61.06	161.90	98.41	49.68
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%	-47.43%	64.52%	98.09%
净资产收益率(%)	6.31%	1.73%	0.62%	1.01%	1.96%
总股本(百万股)	3,433.40	3,433.40	4,720.92	4,720.92	4,720.92

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 2012年招商轮船实现收入29.7亿, 同比增长2.8%, 业绩则因营业、管理等主要成本项的增长而大幅回落, 公司全年实现营业利润9060万, 同比回落47.8%, 归属上市公司利润8600万, 下降47.1%。2012全球散货、油轮市场持续低迷, 下半年市场的加速下滑致使利润负增长, 全年业绩基本符合市场预期。

经营分析

- **剔除综合因素, 主营全年亏损:** 2012净利润为8600万, 抛去LNG项目约7200万/年的投资收益, 公司主营板块贡献利润为1400万元左右。以此同时, 2012年公司利息收入因非公开发行股票大幅增加, 季报显示前9个月财务费用为-1633万, 较去年同期改善为6223万; 此外, 12月公司收到上海市浦东新区地方财政专项补贴1500万, 同比增长近1350万。剔除上述因素, 公司散货、油轮主营业务实为亏损。
- **4Q油轮板块小幅改善:** 公司4Q净利润约1800万, 剔除浦东新区政府补贴后公司的利润约为400万元, 较3Q亏损1500万显著改善。其主要原因是油轮市场在全球冬季采暖推动下环比改善, CLARKSON数据显示2012年4季度, VLCC(公司主力船型)现货市场TCE水平在16616美金/天, 较3季度增长215%;
- **拐点仍需等待, 1Q业绩或将下滑:** 从全球宏观经济和船舶订单维度出发, 我们预测油轮供需增速分别为4.9%和3.3%, 散货供需增速则为6%和4.9%, 供求失衡的基本面仍未能有效解决, 行业趋势性的拐点仍需进一步等待。1月份散货BDI指数再次回落至700点, VLCC的租金水平在25000美金/天, 都低于12年初水平且短期改善难度较大, 预计公司今年1季度业绩继续呈同比下滑态势, 全年微利1.4亿。

盈利调整

- 预计公司13-14年净利润分别为1.41亿和2.78亿, 对应EPS分别为0.03、0.06元。

投资建议

- 我们维持“中性”评级。

此报告仅供

使用

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	2,870	3,486	4,376
增长率		39.3%	7.5%	2.8%	21.5%	25.5%
主营业务成本	-1,392	-1,928	-2,586	-2,809	-3,321	-4,016
%销售收入	74.7%	74.2%	92.6%	97.9%	95.3%	91.8%
毛利	473	669	206	61	165	359
%销售收入	25.3%	25.8%	7.4%	2.1%	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%	2.6%	2.2%	1.9%
息税前利润 (EBIT)	404	608	137	-13	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	21	-10	-51
%销售收入	0.8%	1.8%	1.5%	-0.7%	0.3%	1.2%
资产减值损失	0	0	-2	-6	0	0
公允价值变动收益	8	-3	8	11	0	0
投资收益	26	63	71	77	75	75
%税前利润	5.7%	9.2%	40.7%	62.0%	49.3%	24.8%
营业利润	425	621	174	90	152	303
营业利润率	22.8%	23.9%	6.2%	3.1%	4.4%	6.9%
营业外收支	37	65	2	34	0	0
税前利润	462	686	175	124	152	303
利润率	24.8%	26.4%	6.3%	4.3%	4.4%	6.9%
所得税	-108	-53	-12	-9	-11	-21
所得税率	23.5%	7.8%	6.6%	7.0%	7.0%	7.0%
净利润	353	633	164	115	142	281
少数股东损益	10	17	1	30	1	3
归属于母公司的净利	343	616	163	85	141	278
净利率	18.4%	23.7%	5.8%	3.0%	4.0%	6.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	353	633	164	115	142	281
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	424	574	676	723	797	895
非经营收益	-87	28	-28	-12	39	50
营运资金变动	-9	-262	-115	48	-29	-38
经营活动现金净流	681	974	697	875	948	1,188
资本开支	-2,321	-2,487	-1,677	-1,513	-4,346	-2,422
投资	0	0	8	0	0	0
其他	3	16	45	88	75	75
投资活动现金净流	-2,318	-2,471	-1,624	-1,425	-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	1,716	-1,361	-1,827

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	4,433	3,072	1,245
应收款项	246	257	294	259	315	396
存货	69	118	234	191	228	273
其他流动资产	51	23	24	24	24	24
流动资产	3,595	3,457	3,270	4,908	3,639	1,938
%总资产	24.5%	21.3%	19.8%	25.9%	17.1%	9.2%
长期投资	500	613	672	672	672	672
固定资产	10,566	12,163	12,551	13,365	16,907	18,427
%总资产	72.1%	74.9%	76.1%	70.5%	79.6%	87.5%
无形资产	0	0	0	9	17	23
非流动资产	11,066	12,777	13,223	14,047	17,596	19,123
%总资产	75.5%	78.7%	80.2%	74.1%	82.9%	90.8%
资产总计	14,661	16,233	16,493	18,955	21,236	21,061
短期借款	1,063	2,501	2,394	378	378	378
应付款项	134	211	301	268	317	385
其他流动负债	328	78	96	117	131	151
流动负债	1,525	2,791	2,791	763	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	5,001	7,183	6,770
普通股股东权益	9,457	9,759	9,381	13,841	13,939	14,175
少数股东权益	161	85	83	113	114	117
负债股东权益合计	14,661	16,233	16,493	18,955	21,236	21,061

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.100	0.179	0.047	0.018	0.030	0.059
每股净资产	2.754	2.842	2.732	3.225	3.248	3.303
每股经营现金净流	0.198	0.284	0.203	0.204	0.221	0.277
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%	0.62%	1.01%	1.96%
总资产收益率	2.34%	3.79%	0.99%	0.45%	0.66%	1.32%
投入资本收益率	2.18%	3.52%	0.79%	-0.06%	0.39%	1.26%
增长率						
主营业务收入增长率	-41.94%	39.29%	7.55%	2.77%	21.46%	25.52%
EBIT增长率	-75.21%	50.37%	-77.53%	-109.15%	-799.89%	218.28%
净利润增长率	-72.17%	79.47%	-73.61%	-47.43%	64.52%	98.09%
总资产增长率	2.19%	10.72%	1.60%	14.93%	12.03%	-0.82%
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	1,548.9	1,498.1	1,302.0
偿债能力						
净负债/股东权益	14.05%	30.49%	41.36%	1.31%	26.06%	34.91%
EBIT利息保障倍数	28.7	12.8	3.3	0.6	8.5	5.5
资产负债率	34.40%	39.36%	42.62%	26.38%	33.83%	32.14%

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

www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net