

## 经营能力优异不敌市场运价低迷

——招商轮船 2013 年中报点评

招商轮船 (601872.SH)

中性 维持评级

核心观点:

### 1. 事件

招商轮船发布中报, 2013 年上半年收入 13.0 亿, 同比下滑 16.8%; 上半年归属上市公司股东的净利润-1.37 亿, EPS-0.03 元。

### 2. 我们的分析与判断

我们维持公司“中性”的投资评级。

#### 中报业绩亏损

油轮船队上半年运量 1606 万吨, 同比升 3.8% (其中承运中国进口原油 816 万吨, 同比增长 21%); 散货船队上半年运量 716 万吨, 同比增长 52.3%, 因租入船规模的增加; LNG 船队完成运量 803 万立方米, 同比增 32.2%。

净利润角度来看, 油轮船队上半年亏 1.54 亿, 亏损较去年大幅扩大; 散货船队亏 6576 万, 同比由盈转亏。LNG 船队贡献净利润 4622 万, 同比增长 23.8%。油轮及市场运价的下滑是收入及利润同比恶化的主要原因。

#### 经营水平仍好于市场

上半年公司仍然使用程租+期租的经营策略, VLCC 新船实现日租金水平 20770 美元, Capesize 船队实现日租金水平 13946 美元, 均显著好于即期市场表现。公司的干散货运输逐步开展租船业务, 上半年共租进船 11 次, 获利 55 万美元。招轮上半年的经营仍体现出其较高的船队管理水平, 但市场运价的低迷使其亏损难以避免。

#### 预计下半年亏损小幅收窄

我们预计原油运输市场运价在 2013 年下半年无明显改善, 干散货市场运价或因短期需求拉动有所好转。我们预计公司下半年业绩亏损幅度将小于上半年。

### 3. 投资建议

我们调整公司 2013-15 年的 EPS 预测至-0.05/0.03/0.07 元。我们维持公司“中性”的投资评级, 因我们认为油轮市场 1-2 年内的复苏趋势仍具有不确定性。

### 4. 风险提示

公司的投资风险在于 1) 油运及散货运输需求低于预期带来的运价低迷; 2) 燃油、人工等成本的超预期上升。

分析师

范倩蕾, CFA

☎: 0755-83471963

✉: fanqianlei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090005

市场数据 时间 2013.08.27

A 股收盘价(元)	2.10
A 股一年内最高价(元)	2.86
A 股一年内最低价(元)	1.88
上证指数	2103.57
市净率	0.81
总股本(万股)	472092.18
实际流通 A 股(万股)	377673.74
限售的流通 A 股(万股)	94418.44
流通 A 股市值(亿元)	79.31

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

## 中报业绩亏损

招商轮船发布中报，2013年上半年收入13.0亿，同比下滑16.8%；上半年归属上市公司股东的净利润-1.37亿，EPS-0.03元。

表1. 招商轮船2013年中报利润表（百万元）

	H113	H112	YoY	Q213	Q113	QoQ
营业收入	1,299.7	1,562.3	-16.8%	649.3	650.4	-0.2%
营业成本	(1,438.8)	(1,475.7)	-2.5%	(727.2)	(711.6)	2.2%
营业税金及附加						
销售费用						
管理费用	(49.8)	(38.8)	28.3%	(21.7)	(28.1)	-23.0%
财务费用	19.3	4.3	353.0%	22.5	(3.2)	
资产减值损失	(0.6)	0.2	-356.3%	(0.7)	0.1	
公允价值变动净收益	5.6	5.4	3.2%	(0.1)	5.7	
投资净收益	46.4	38.1	21.8%	23.2	23.2	0.2%
营业利润	(118.2)	95.8	-223.3%	(54.7)	(63.5)	
营业外收入	0.0	0.9	-95.0%	0.0	0.0	
营业外支出	(0.8)	-		0.0	(0.8)	
利润总额	(118.9)	96.7	-223.0%	(54.7)	(64.3)	
所得税	(20.1)	(14.9)	35.3%	(12.9)	(7.2)	79.1%
净利润	(139.0)	81.8	-269.9%	(67.6)	(71.5)	
少数股东损益	1.5	0.9	75.1%	0.9	0.6	59.4%
归属于母公司所有者 净利润	(137.5)	82.7	-266.2%	(66.6)	(70.9)	
EPS	-0.03	0.02		-0.01	-0.02	

资料来源：公司信息，中国银河证券研究部

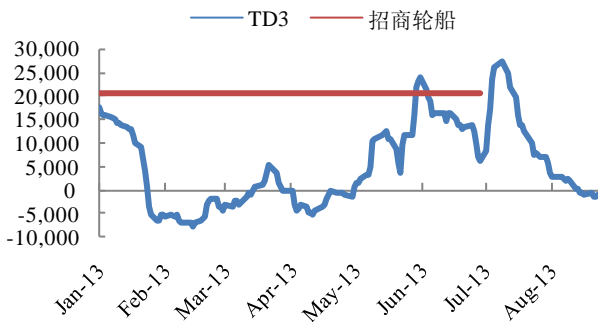
油轮船队上半年运量1606万吨，同比升3.8%（其中承运中国进口原油816万吨，同比增长21%）；散货船队上半年运量716万吨，同比增长52.3%，因租入船规模的增加；LNG船队完成运量803万立方米，同比增32.2%。

净利润角度来看，油轮船队上半年亏1.54亿，亏损较去年大幅扩大；散货船队亏6576万，同比由盈转亏。LNG船队贡献净利润4622万，同比增长23.8%。油轮及干散货市场运价的下滑是收入及利润同比恶化的主要原因。

## 经营水平仍好于市场

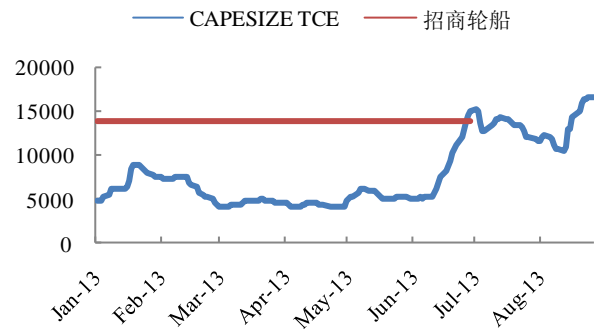
上半年公司仍然使用程租+期租的经营策略，VLCC新船实现日租金水平20770美元，Capesize船队实现日租金水平13946美元，均显著好于即期市场表现。公司的干散货运输逐步开展租船业务，上半年共租进船11次，获利55万美元。招轮上半年的经营仍体现出其较高的船队管理水平，但市场运价的低迷使其亏损难以避免。

图 1: 招轮 VLCC 运价及即期市场运价



资料来源: 公司信息, 中国银河证券研究部

图 2: 招轮 Capesize 船运价及即期市场运价



资料来源: 公司信息, 中国银河证券研究部

## 调整盈利预测, 维持“中性”评级

我们预计原油运输市场运价在 2013 年下半年无明显改善, 干散货市场运价或因短期需求拉动有所好转。我们预计公司下半年业绩亏损幅度将小于上半年。

我们调整公司 2013-15 年的 EPS 预测至-0.05/0.03/0.07 元。我们维持公司“中性”的投资评级, 因为我们认为油轮市场 1-2 年内的复苏趋势仍具有不确定性。

## 投资风险

公司的投资风险在于 1) 油运及散货运输需求低于预期带来的运价低迷; 2) 燃油、人工等成本的超预期上升。

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**范倩蕾，行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

**港股：**中国远洋（01919.HK）、中海集运（02866.HK）、中海发展（01138.SH）

**A 股：**中国远洋（601919.SH）、中海集运（601866.SZ.）、中海发展（600026.SH）、招商轮船（601872.SH）、中远航运（600428.SH）、上港集团（600018.SH）、建发股份（600153.SH）等。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)